

Materiały i Studia nr 335

Obligacje typu CoCo i *bail-in* jako instrumenty rekapitalizacji banków i zwiększenia stabilności finansowej

Piotr Jaworski, Aleksander Kowalski,
Kamil Liberadzki, Marcin Liberadzki



Materiały i Studia nr 335

Obligacje typu CoCo i *bail-in* jako instrumenty rekapitalizacji banków i zwiększenia stabilności finansowej

Piotr Jaworski, Aleksander Kowalski,
Kamil Liberadzki, Marcin Liberadzki

Piotr Jaworski – Uniwersytet Warszawski, Wydział Matematyki, Mechaniki i Informatyki
Aleksander Kowalski – Uniwersytet Warszawski, Wydział Prawa i Administracji
Kamil Liberadzki – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Marcin Liberadzki – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Autorstwo rozdziałów:

Rozdział 1. Aleksander Kowalski, Kamil Liberadzki, Marcin Liberadzki

Rozdział 2. Aleksander Kowalski, Kamil Liberadzki, Marcin Liberadzki

Rozdział 3. Piotr Jaworski, Kamil Liberadzki, Marcin Liberadzki

Projekt badawczy został zrealizowany w ramach VIII konkursu NBP na projekty badawcze, oraz sfinansowany ze środków Narodowego Banku Polskiego. Raport przedstawia wyłącznie stanowisko jego autorów. W szczególności, wyrażone w nim poglądy kierownika projektu, Kamila Liberadzkiego, nie powinny być interpretowane jako stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego.

Wydął:
Narodowy Bank Polski
Departament Edukacji i Wydawnictw
ul. Świętokrzyska 11/21
00-919 Warszawa
www.nbp.pl

ISSN 2084-6258

© Copyright Narodowy Bank Polski 2019

Streszczenie	5
Wykaz skrótów	6
Wstęp	10
Rozdział I. Implementacja Basel III w prawie europejskim	13
1. Wymogi kapitałowe CRR	15
1.1. W kierunku lepszej kapitalizacji banków	15
1.3. Podsumowanie	20
2. Konstrukcja hybrydowych instrumentów finansowych w CRR	20
2.1. Wymogi stosowane wobec wszystkich instrumentów kwalifikowanych jako fundusze własne	20
2.2. Instrumenty CET1	22
2.3. AT1 CoCos	23
2.4. Instrumenty CoCos zaliczane do Tier	53
3. Podsumowanie	53
Rozdział II. Instrumenty hybrydowe a mechanizm bail-in	61
1. Reforma działań w sytuacjach kryzysowych	62
2. Wyjątkowe okoliczności uzasadniające użycie środków publicznych	64
3. Mechanizm bail-in	66
3.1. Koncepcja i narzędzia bail-in	66
3.2. Zagrożenie instytucji upadłością	67
3.3. Uruchomienie mechanizmu bail-in	74
3.4. Wycena wartości instytucji finansowej i wybór strategii resolution	77
3.5. Zobowiązania kwalifikowane na potrzeby bail-in	78
3.6. Hierarchia absorpcji strat	79
3.7. Sposób traktowania akcjonariuszy i wierzycieli	80
4. Umorzenie lub konwersja instrumentów kapitałowych	81
4.1. Prawo europejskie	81
4.2. Prawo polskie	84
5. Bail-in hybrydowych instrumentów finansowych w dotychczasowych postępowaniach resolution	84
5.1. Monte dei Paschi di Siena (MPS)	84
5.2. Banco Popular	85
5.3. Banco Popolare di Vicenza i Veneto Banca	86
5.4. Podsumowanie	87

6. Oceny zastosowania mechanizmu bail-in względem instrumentów AT1 i T2	88
6.1. Poprzeczka MDA	88
6.2. Poprzeczki recovery/PONV i resolution	89
6.3. Poprzeczki inicjujące kontraktową zamianę lub umorzenie AT1 CoCos (CoCo trigger)	91
6.4. Umorzenie lub konwersja instrumentów kapitałowych i bail-in w prawie polskim	94
6.5. Wnioski	96
7. MREL	97
7.1. Koncepcja	97
7.2. Szacunkowe dane na temat wymogu MREL w UE	100
7.3. Instrumenty kwalifikowane na potrzeby MREL	101
7.4. Wypełnienie wymogu MREL przez banki w Polsce	102
7.5. Ochrona inwestorów indywidualnych – nabywców instrumentów MREL	103
7.6. Wnioski	104
8. TLAC	105
8.1. Geneza i koncepcja	105
8.2. Instrumenty kwalifikowane na potrzeby TLAC	106
8.3. Harmonizacja MREL i TLAC	112
9. Resolution transgranicznych grup finansowych	114
9.1. Współpraca międzynarodowa	114
9.2. Wybór strategii grupowego resolution a wyznaczanie MREL	117
9.3. Wybór strategii grupowego resolution a struktura grupy	118
10. Podsumowanie	120
Rozdział III. Modele wyceny AT1. Analiza spreadów AT1 CoCos	121
1. Uwagi dotyczące spreadu kredytowego	121
2. Klasyfikacja modeli wyceny CoCos	124
3. Propozycja modeli ekonometrycznych	125
3.1. Wstęp	125
3.2. Dane do modeli	127
3.3. Model #1	127
3.4. Model #2	131
4. Podsumowanie	135
Zakończenie	136
Bibliografia	142

Streszczenie: W odpowiedzi na ostatni kryzys finansowy nałożono na banki obowiązek zwiększenia kapitałów własnych, ale równocześnie zreformowano katalog instrumentów finansowych, które kwalifikowane są jako składnik kapitałów własnych banków. W rozdziale pierwszym omówiono zawodność takich instrumentów jako narzędzia absorpcji strat w dobie kryzysu finansowego lat 2008–2009, oraz kroki podjęte w celu ich reformy. Przede wszystkim jednak zawarto krytyczną, z punktu widzenia rekapitalizacji banków i stabilności finansowej, analizę najnowszych i najbardziej innowacyjnych instrumentów finansowych, tj. *contingent convertibles* (CoCos) będących produktem przyjętego w 2013 roku rozporządzenia CRR. W drugim rozdziale przedstawiono instrumenty *bail-in* na gruncie dyrektywy BRRD z 2014 roku. Omówiono zachowanie wskazanych instrumentów w procesie przymusowej restrukturyzacji banków (tzw. *resolution*). Odnosząc się do konkretnych zaobserwowanych zjawisk rynkowych, sformułowano wnioski (również krytyczne) co do konstrukcji i parametrów finansowych przedmiotowych instrumentów. W ostatnim rozdziale dokonano analizy kształtowania się spreadów instrumentów CoCo emitowanych przez największe banki europejskie.

Kody klasyfikacji JEL: G12, G21, G28

Słowa kluczowe: *bail-in*, banki, *contingent convertibles*, CoCos, MREL, przymusowa restrukturyzacja, *resolution*, wymogi kapitałowe

Wykaz skrótów

- Add-on** – domiar w ramach filara 2, np. dodatkowy wymóg w zakresie funduszy własnych, nakładany przez organ nadzoru na podstawie przepisu art. 138 PrBank
- ADI** (*Available Distributable Item*) – pozycje bilansu podlegające podziałowi pomiędzy akcjonariuszy i posiadaczy instrumentów AT1 zgodnie z przepisem art. 52 ust. 1 lit. (I) pkt (i) CRR
- AT1** (*Additional Tier 1*) – kapitał dodatkowy klasy 1
- BaFin** (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) – Federalny Urząd Nadzoru Finansowego RFN
- Bail-in** – restrukturyzacja zadłużenia w celu uniknięcia upadłości dłużnika
- Bail-out** – udzielenie dłużnikowi pomocy publicznej w celu uniknięcia upadłości dłużnika
- Basel I** (*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards; Basel Capital Accord; Basel Capital Agreement*) – Umowa Kapitałowa z 1988 roku
- Basel II** (*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework; Basel II Capital Accord; Basel II Capital Agreement*) – Nowa Umowa Kapitałowa z 2004 roku
- Basel III** (*Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems; Basel III: International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring*) – Umowa Kapitałowa z 2010 roku
- BMF** (*Bundesfinanzministerium*) – Federalne Ministerstwo Finansów RFN
- BION** – badanie i ocena nadzorcza
- BIS** (*Bank of International Settlements*) – Bank Rozrachunków Międzynarodowych
- BCBS** (*The Basel Committee on Banking Supervision*) – Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego
- BFG** – Bankowy Fundusz Gwarancyjny
- CCP** (*counter-cyclical buffer*) – bufor antycykliczny
- CE CoCos** (*Conversion to Equity Contingent Convertibles*) – instrumenty finansowe, których warunki emisji zawierają klauzulę o przymusowej konwersji w razie spełnienia się określonego warunku; obligacje przymusowo zamienne w rozumieniu przepisu art. 130a PrBank
- CET1** (*Common Equity Tier 1*) – kapitał podstawowy klasy 1. W rozdziale czwartym dla uproszczenia notacji „CET1” odnosi się również do współczynnika kapitału podstawowego klasy 1 danego wzorem CET1/RWA

DI (*Distributable Items*) – Patrz ADI

Distance to trigger – nadwyżka CET1 banku ponad poprzeczkę (*trigger*) konwersji lub umorzenia instrumentów AT1, wyrażona w % RWA

D-SIB (*Domestic Systemically Important Bank*) – instytucja o krajowym znaczeniu systemowym

D-SIB-buffer – bufor instytucji o krajowym znaczeniu systemowym

Default – niewykonanie zobowiązania przez dłużnika

EBA (*European Banking Authority*) – Europejski Urząd Nadzoru Bankowego

FCA (*Financial Conduct Authority*) – brytyjski Urząd Nadzoru Finansowego

FSB (*Financial Stability Board*) – Komitet Stabilności Finansowej państw grupy G20 działający przy BIS

G-SIB (*Global Systemically Important Bank*) – instytucja o globalnym znaczeniu systemowym

G-SIB-buffer – bufor instytucji o globalnym znaczeniu systemowym

going concern loss absorption lub **going concern capital** – instrumenty finansowe zdolne do absorpcji strat emitenta przed ogłoszeniem upadłości emitenta

gone concern loss absorption lub **gone concern capital** – instrumenty finansowe zdolne do absorpcji strat emitenta po ogłoszeniu upadłości emitenta

Grupa G-20 – grupa przedstawicieli 19 największych gospodarczo państw świata oraz UE

High-trigger CoCos – instrumenty finansowe, których warunki emisji zawierają klauzulę o przymusowej konwersji lub umorzeniu w razie spełnienia się warunku w postaci spadku CET1 do poprzeczki (*trigger*) w wysokości 7% RWA.

HoldCo (*Holding Company*) – spółka holdingowa, posiadająca akcje banku, lecz nieprowadząca działalności operacyjnej (bankowej)

LAA (*Loss Absorbing Amount*) – komponent MREL mający na celu absorpcję strat emitenta

LCR (*Liquidity Coverage Ratio*) – wskaźnik płynności

Low-trigger CoCos – instrumenty finansowe, których warunki emisji zawierają klauzulę o przymusowej konwersji lub umorzeniu w razie spełnienia się warunku w postaci spadku CET1 do poprzeczki (*trigger*) w wysokości 5,125% RWA

LT2 (*Lower Tier 2*) – niższy kapitał pomocniczy klasy 2 w rozumieniu Basel II

MDA (*Maximum Distributable Amount*) – maksymalna kwota możliwa do wypłaty akcjonariuszom i posiadaczom instrumentów AT1 zgodnie z przepisem art. 141 CRD IV

MREL (*Minimum Requirements on Own Funds and Eligible Liabilities*) – minimalny wymóg dotyczący funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowalnych w rozumieniu art. 45 BRRD

NCWO (*No Creditor Worse Off*) – zakaz podjęcia działań w ramach *resolution*, które doprowadziłyby do zaspokojenia wierzyciela w mniejszym stopniu niż hipotetyczne standardowe postępowanie upadłościowe

NPL (*Non-Performing Loans*) – kredyty zagrożone

NSFR (*Net Stable Funding Ratio*) – wskaźnik stabilności finansowania długoterminowego

OCR (*Overall Capital Requirement*) – całościowy wymóg kapitałowy

OpCo (*Operating Company*) – spółka prowadząca działalność operacyjną (bankową)

P2G (*Pillar 2 Guidance*) – wytyczne kapitałowe wyznaczane w ramach filara 2 regulacji (tj. przez regulatora krajowego)

P2R (*Pillar 2 Requirement*) – wymogi kapitałowe wyznaczane w ramach filara 2 regulacji (tj. przez regulatora krajowego)

PONV (*Point of Non-Viability*) – znalezienie się przez emitenta na skraju niewypłacalności

PWD CoCos (*Principle Write-Down Contingent Convertibles*) – instrumenty finansowe, których warunki emisji zawierają klauzulę o przymusowym umorzeniu w razie spełnienia się określonego warunku

RA (*recapitalisation amount*) – komponent MREL mający na celu rekapitalizację emitenta

Recovery rate – stopa odzysku

RWA (*Risk Weighted Assets*) – aktywa ważone ryzykiem. Własc. oznacza łączną kwotę ekspozycji na ryzyko w rozumieniu art. 92 CRR. Stanowi mianownik współczynnika kapitału podstawowego klasy 1 (CET1/RWA).

SIFIs (*Systemically Important Financial Institutions*) – instytucje finansowe o znaczeniu systemowym

SIFI Surcharge – dodatkowy bufor kapitałowy nakładany na instytucje finansowe o znaczeniu systemowym

SPV (*Special Purpose Vehicle*) – spółka specjalnego przeznaczenia

SRB (*Single Resolution Board*) – Jednolita Rada ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji

SREP (*Supervisory Review and Evaluation Process*) – proces badania i oceny nadzorczej

SRF (*Single Resolution Fund*) – Fundusz Przymusowej Restrukturyzacji

SRM (*Single Resolution Mechanism*) – Jednolity Mechanizm Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji

Stress-tests – testy funkcjonowania banku w warunkach skrajnych

T2 (*Tier 2*) – kapitał pomocniczy klasy 2

TBTF (*Too Big to Fail*) – (bank) zbyt duży, aby upaść

TLAC (*Total Loss Absorbing Capacity*) – całkowita zdolność absorpcji strat ustalana przez FSB w stosunku do G-SIBs

trigger event – zdarzenie inicjujące przymusowe umorzenie wartości nominalnej lub zamianę instrumentu na bardziej podporządkowany, typowo obligacji AT1 na instrument CET1

TSCR (*Total SREP Capital Requirement*) – całkowity wymóg kapitałowy, uwzględniający wymogi nałożone w ramach SREP

UT2 (*Upper Tier 2*) – wyższy kapitał pomocniczy klasy 2 w rozumieniu Basel II

YTC (*Yield To Call*) – rentowność instrumentu finansowego do dnia pierwszej daty możliwego wykupu przez emitenta

YTM (*Yield To Maturity*) – rentowność instrumentu finansowego do dnia zapadalności

Wstęp

W odpowiedzi na ostatni kryzys finansowy nałożono na banki obowiązek zwiększenia kapitałów własnych, ale równocześnie zreformowano katalog instrumentów finansowych, które kwalifikowane są jako składnik kapitałów własnych banków. Stworzono osobną klasę kapitału, tzw. dodatkowego kapitału poziomu 1 (*Additional Tier 1*, AT1), za pomocą którego można pokryć wymogi kapitałowe w maksymalnej wysokości 1,5% aktywów ważonych ryzykiem danego banku. Stworzenie tej klasy kapitału wynika z uznania, że nowe wymogi kapitałowe Basel III będą za trudne do wypełnienia za pomocą najbardziej tradycyjnych metod, tj. emisji nowych akcji lub zatrzymywania w spółce zysków. Już wymogi kapitałowe Basel II określały trzy klasy kapitału regulacyjnego (tzw. *tiers*) oraz nowe rodzaje hybrydowych instrumentów finansowych, które łączyły cechy kapitału (zdolność absorbowania strat) i długu (brak rozpraszania struktury właścicielskiej i korzyści podatkowe). Instrumenty te zawiodły jednak w okresie kryzysu finansowego jako mechanizm absorbowania strat. Dlatego też Basel III modernizuje instrumenty hybrydowe mające wypełniać wymagania kapitału regulacyjnego AT1 poprzez wyposażenie ich w nieznaną dotąd instytucję przymusowej konwersji na akcje lub przymusowego umorzenia części (lub nawet całości) wartości nominalnej. Do przymusowej konwersji (lub umorzenia) ma dojść wówczas, gdy wartość współczynnika kapitału własnego do aktywów banku ważonych ryzykiem spadnie do poziomu 5,125% lub powyżej. Tym samym powstaje nowa klasa hybrydowych instrumentów finansowych – *contingent convertibles* (CoCos) – zdolnych skutecznie absorbować straty instytucji finansowych. Takie założenie legło u podstaw wprowadzenia tych instrumentów w porządku Basel III, a zasadniczym celem niniejszego opracowania, stanowiącego jednocześnie zadanie badawcze jest ocena skuteczności tego mechanizmu w stosunku do klasycznych form pozyskiwania środków finansowych przez banki. Celem badania jest weryfikacja, pod jakimi warunkami obligacje typu CoCos zmniejszają ryzyko niewypłacalności banku w porównaniu z klasycznymi formami pozyskiwania środków finansowych przez banki.

Papiery CoCos muszą zawierać następujące klauzule: *deferral*, głębokie podporządkowanie, wieczystość, ale z możliwością przedterminowego wykupu przez emitenta i mechanizm zmiany naliczania odsetek. Te klauzule czynią je bardzo skomplikowanymi papierami wartościowymi, co rodzi obawy o to, czy inwestorzy są w stanie prawidłowo wycenić ryzyko z nimi związane. Jak się wydaje, podstawowym parametrem

wpływającym na ryzyko tych papierów miała być „odległość do zdarzenia inicjującego”, tj. wartości kapitału regulacyjnego banku, który musi ulec erozji, aby zmaterializowała się podstawowa właściwość CoCos w postaci przymusowej, automatycznej zamiany na akcje zwykle emitenta (albo ich umorzenie). Tymczasem doświadczenia młodego (bo liczącego zaledwie 5 lat) rynku wskazują, że to ryzyko nie jest przez inwestorów brane pod uwagę. Poziom kapitalizacji europejskich banków i coraz bardziej rygorystyczne normy kapitałowe czynią to ryzyko nieistotnym. Natomiast do rozchwiania wartego wówczas ok. 100 mld EUR rynku instrumentów AT1 CoCos w lutym 2016 roku wystarczyły zaledwie pogłoski o tym, że Deutsche Bank nie będzie dysponował wystarczającą kwotą środków do wypłaty kuponów z CoCos. To rodzi obawy o to, czy obligacje CoCos same w sobie nie mogą stać się źródłem zwiększonego zagrożenia dla stabilności systemu finansowego (*contagion*). Dlatego celem opracowania jest zbadanie, czy obligacje CoCos same w sobie nie mogą stać się źródłem zwiększonego zagrożenia dla stabilności systemu finansowego.

Kolejnym wymiarem kreacji nowych papierów wartościowych (tzw. obligacji *bail-in*) jest Unia Bankowa i przyjęta w jej ramach w 2014 roku dyrektywa o restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (tzw. dyrektywa BRRD). Ta dyrektywa nie pozostaje bez wpływu na obligacje CoCos. Celem niniejszego opracowania jest ocena obligacji *bail-in* jako źródła ryzyka finansowego.

Miarą skuteczności CoCos i instrumentów *bail-in* jest zdolność do rekapitalizacji banku znajdującego się w trudnej sytuacji finansowej, tak aby zapobiec jego upadkowi bez konieczności angażowania środków publicznych (*bail-out*). W świecie wzajemnych powiązań na skalę globalną i „za dużych” banków, niewypłacalność nawet pojedynczego banku może bowiem wywoływać reperkusje daleko wykraczające poza rynek usług bankowych pojedynczego kraju. Konieczność ratowania banku pieniędzmi podatników, budząca zrozumiałe zastrzeżenia natury moralnej, stanowi jeden z kanałów transmisji szoku z – do niedawna wydawałoby się – stosunkowo izolowanego rynku bankowego na sferę fiskalną. Takiej lekcji udzielił nam ostatni kryzys finansowy, którego cezurę stanowi upadłość amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers. Opisywane w opracowaniu narzędzia, wprowadzone do europejskiego porządku prawnego w latach 2013–2014, mają zapobiec powtórzeniu się sytuacji z lat 2008–2010.

W niniejszym opracowaniu postawiliśmy sobie za pierwszy cel zebranie i analizę parametrów papierów hybrydowych z uwzględnieniem uwarunkowań regulacyjnych. Z uwagi na nowość

zagadnienia (pierwsze emisje papierów CoCos na gruncie rozporządzenia CRR nastąpiły w 2014 roku) realizacja tego zadania badawczego sama w sobie stanowi poważne wyzwanie, które w polskiej literaturze jako pierwsi podjęli K. Liberadzki i M. Liberadzki w 2016 roku¹. W roku 2018 jesteśmy bogatsi o kolejne trzy lata doświadczeń związanych z intensywnym rozwojem młodego rynku CoCos i instrumentów *bail-in* oraz z pierwszym zastosowaniem mechanizmu przymusowej restrukturyzacji (tzw. *resolution*) na gruncie BRRD. Chcemy się podzielić z Czytelnikiem naszymi obserwacjami. Pięć lat funkcjonowania nowych rozwiązań pozwala także wyciągnąć więcej konkretnych wniosków dotyczących prawidłowej konstrukcji opisywanych mechanizmów absorpcji strat. Formułujemy wiele uwag, w tym uwagi krytyczne dotyczące przyjętych parametrów dla tzw. zdarzeń inicjujących. Szczegółowo przyglądamy się mechanizmowi anulowania płatności kuponowych z obligacji CoCos, stanowiącego „pierwszą linię obrony” w przypadku pogorszenia się współczynnika wypłacalności banku. Doświadczenia zawirowań na rynku CoCos w 2016 roku upoważniają do pierwszej próby oceny skuteczności tego mechanizmu w funkcji przede wszystkim wpływu na stabilność rynku finansowego. Na podobnej podstawie można również krytykować nadmierne, jak się wydaje, oczekiwanie rynku co do wykupu przez banki wyemitowanych przez siebie CoCos w dacie przedterminowego wykupu, co osłabia wieczysty charakter tego instrumentu. Przejawia się to chociażby w liczeniu rentowności instrumentów do daty przedterminowego wykupu (YTC).

W przypadku instrumentów CoCos i *bail-in* kluczowe zagadnienie stanowi określenie rodzaju zdarzenia inicjującego, oraz wyznaczenie odpowiednich poziomów kapitału regulacyjnego banku, przekroczenie których inicjuje cały opisany mechanizm absorpcji strat w toku prowadzenia działalności przez bank. Ocena tego mechanizmu i sparametryzowanie poprzeczek stanowią podstawowy cel naszych badań.

W rozdziale pierwszym omówiono zawodność instrumentów hybrydowych Basel II jako narzędzia absorpcji strat w dobie kryzysu finansowego lat 2008–2009, oraz kroki podjęte w celu ich reformy. Zawarto krytyczną, z punktu widzenia rekapitalizacji banków i stabilności finansowej, analizę najnowszych i najbardziej innowacyjnych instrumentów finansowych, tj. *contingent convertibles* (CoCos) będących produktem przyjętego w 2013 roku rozporządzenia CRR. W drugim rozdziale przedstawiono instrumenty *bail-in* na gruncie dyrektywy BRRD z 2014 roku. Omówiono zachowanie wskazanych instrumentów w procesie przymusowej restrukturyzacji banków (tzw. *resolution*). Odnosząc się do konkretnych zaobserwowanych zjawisk rynkowych, sformułowano wnioski (również krytyczne) co do konstrukcji i parametrów finansowych przedmiotowych

¹ M. Liberadzki, K. Liberadzki, *Konstrukcja, zasady emisji i wycena hybrydowych papierów wartościowych na eurorynku*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2016.

instrumentów. W trzecim rozdziale dokonano analizy kształtowania się spreadów instrumentów CoCo emitowanych przez największe banki europejskie. Jednocześnie ten rozdział zawiera systematykę i prezentację istniejących modeli wyceny CoCos.

Banki w Polsce nie wyemitowały jak dotąd żadnego papieru typu CoCo. Te papiery wyemitowane zostały w zasadzie przez wszystkie największe banki Europy Zachodniej. Dopiero od niedawna CoCos w swoich kapitałach AT1 wykazują również średniej wielkości zachodnioeuropejskie banki. Dlatego nasza analiza poziomu kapitałów banków objęła 43 największe banki Europejskiego Obszaru Gospodarczego i Szwajcarii (G-SIBs i D-SIBs). Obok fundamentalnych danych regulacyjnych, wzięliśmy pod uwagę kluczowe wskaźniki dla oceny instrumentów AT1. Dane dotyczące poziomu kapitałów są wykazywane przez banki według aktualnie obowiązujących/przejściowych norm (*transitional basis*) lub według docelowych poziomów obowiązujących od 1 stycznia 2019 roku, stopniowo wdrażanych najpóźniej od 1 stycznia 2016 roku (*fully-loaded basis*). To drugie podejście oznacza ograniczenia porównywalności danych, ponieważ mogą bazować na różnych założeniach, na przykład, że hybrydowe papiery Tieru 1 wyemitowane jeszcze w reżimie Basel II, które stopniowo przestaną być uznawane w aktualnym reżimie prawnym, zostaną zrefinansowane emisją właściwych hybryd AT1. Banki, które reprezentują bardziej zachowawcze podejście, zaliczają do AT1 lub Tier 2 tylko papiery spełniające aktualne wymogi Basel III, stąd będą mieć mniejsze nadwyżki względem poziomów *fully-loaded*, nawet pomimo planów zastąpienia nowymi emisjami. Ale nawet przejściowe wartości nie zawsze mogą być bezpośrednio porównywalne. Na przykład szwedzki regulator od razu nałożył na banki wymóg osiągnięcia docelowych poziomów. Regulator brytyjski przyjął podobne podejście implementując *'near end-point treatment'* dla prawie wszystkich dostosowań kapitałowych począwszy od 1 stycznia 2014 roku, podczas gdy większość państw członkowskich przyjęła przejściowe normy, stopniowo wprowadzając odpisy w przeciągu 5 do 10 lat. W rezultacie, w przypadku banków brytyjskich przejściowe i docelowe poziomy współczynnika CET1 są prawie identyczne (współczynniki Tier 1 *fully-loaded* są niższe, bo dopuszczają stopniowe wycofywanie „zastanych” przez CRR papierów Tier 1). Ponadto podczas gdy niektóre jurysdykcje wymagają, aby *goodwill* był od razu odejmowany od kapitału CET1, to w większości przypadków bankom wolno stopniowo dokonywać odpisów, z saldem odejmowanym od kapitału AT1 (w takim stopniu w jakim bank ma wystarczająco środków w kapitale AT1 do absorpcji odpisu), z tego powodu niektóre banki wykazują kapitał AT1 w kwocie 0 w ujęciu przejściowym. Tak samo odliczenia aktywów z tytułu podatku odroczonego mogą zredukować AT1 nawet do zera.

Rozdział I. Implementacja Basel III w prawie europejskim

Celem niniejszego rozdziału jest szczegółowe opisanie poszczególnych atrybutów instrumentów finansowych emitowanych na potrzeby wymogów kapitałowych Basel III. Krajowa literatura w tym przedmiocie jak dotąd sprowadza się do nielicznych artykułów naukowych, zaś autorami jedynej monografii w tym zakresie są autorzy niniejszego opracowania. Ze względu na dynamiczny rozwój przedmiotowych instrumentów finansowych, monografia ta², choć wydana zaledwie niecałe trzy lata temu, nie opisuje niektórych najnowszych, istotnych trendów legislacyjnych czy wydarzeń rynkowych.

Rozdział pierwszy składa się z dwóch zasadniczych części i obszernego podsumowania. Celem przedstawienia najbardziej aktualnego stanu wiedzy w przedmiotowym zakresie, w pierwszej kolejności zostanie przedstawiona implementacja wymogów kapitałowych Basel III do unijnego porządku prawnego, dokonana za pomocą pakietu regulacyjnego CRR/CRD IV z 2013 roku. W punktach 1.1–1.2 zostaną przedstawione zarówno tzw. powszechnie obowiązujące wymogi kapitałowe filara 1 regulacji, jak i bufony kapitałowe, których wysokość jest ostatecznie ustalana przez krajowe organy nadzoru. Wysokość buforów kapitałowych posiada wymierne znaczenie dla zdolności wypłaty przez emitenta dywidendy czy kuponu, stąd ich opisanie w pierwszej kolejności ułatwi późniejszą analizę poszczególnych mechanizmów składających się na konstrukcję instrumentów CoCos.

W drugiej części rozdziału pierwszego zostanie przeprowadzona szczegółowa analiza instrumentów finansowych kwalifikowanych w reżimie CRR/CRD IV jako kapitał CET1 (pkt 2.2), AT1 (pkt 2.3) i T2 (pkt 2.4). Najwięcej uwagi zostanie poświęcone najbardziej skomplikowanym i innowacyjnym instrumentom tego reżimu, czyli instrumentom AT1. Kolejno zostaną przedstawione poszczególne atrybuty mające świadczyć o zdolności absorpcji strat emitenta przez te instrumenty, tj. głębokie podporządkowanie (pkt 2.3.1), wieczysty charakter (pkt 2.3.2), możliwość (a w określonych warunkach – nakaz) wstrzymania wypłaty kuponu (pkt 2.3.3) oraz przymusowa konwersja lub umorzenie (pkt 2.3.4). Przedmiotem analizy będzie zarówno regulacja danego atrybutu w prawie europejskim, jak i jego praktyczne znaczenie, ujawniające się podczas konkretnych, szczegółowo opisanych zdarzeń rynkowych. Wzmiankowane będzie też uregulowanie poszczególnych atrybutów instrumentów AT1 w prawie polskim. Bezpośrednio po przedstawieniu założeń mechanizmu przymusowej konwersji lub umorzenia zostaną przedstawione dane rynkowe na temat kapitalizacji banków, pozwalające sformułować

² M. Liberadzki, K. Liberadzki, *Konstrukcja, zasady emisji...*, op.cit.

wnioski co do rzeczywistej, praktycznej możliwości absorpcji strat banku za pomocą tego mechanizmu. W punkcie 2.3.6 analizie zostanie poddany wpływ, jaki emisja instrumentów AT1 wywiera na koszt kapitału banku. Wskazane zostaną parametry, przy których zachowaniu emisja instrumentów AT1 zwiększa bezpieczeństwo banku. W dalszej kolejności przedstawione zostaną dane dotyczące rynku instrumentów AT1 w Europie. Według naszej najlepszej wiedzy gruntowny opis charakterystyk CoCos i ich zachowania się w świetle określonych wydarzeń rynkowych oraz kształtowania się współczynników regulacyjnych banków jest pierwszym tego typu wyzwaniem podjętym w polskiej literaturze przedmiotu

Podstawowym celem niniejszego rozdziału jest, na podstawie gruntownej analizy wszystkich parametrów CoCos, wykazanie, że klauzule polegające na możliwości dowolnego anulowania przez emitenta płatności kuponowej z tego instrumentu podnoszą znacząco koszt finansowania się banku w drodze emisji tych instrumentów, zwiększając volatylity stóp zwrotu, przy tym ich zdolność absorpcji strat wydaje się być wątpliwa. Ponadto przy obecnym poziomie kapitalizacji banków w Europie jest bardzo mało prawdopodobne, aby kiedykolwiek uruchomił się zasadniczy mechanizm absorpcji strat, polegający na zamianie na akcje banku-emitenta lub umorzeniu wartości nominalnej instrumentów AT1, w przypadku gdy współczynnik wypłacalności banku spadnie poniżej określonego poziomu (5,125% albo 7%). Pierwszymi testami dla tej nowopowstałej klasy aktywów były: (i) zawirowania na rynku CoCos w postaci spadku cen o ok. 30% w lutym 2016 roku w reakcji na pogłoski o możliwym anulowaniu przez Deutsche Bank płatności kuponowych z wyemitowanych przez siebie AT1, oraz (ii) przymusowe umorzenie AT1 CoCos Banco Popular w czerwcu 2017 roku. W obu przypadkach nie nastąpiła transmisja szoków poza rynek CoCos (w przypadku (i)), w przypadku (ii) rynek AT1 CoCos nie zareagował prawie w ogóle. Około 37% AT1 CoCos wyemitowanych do tej pory, będzie miało swoje pierwsze daty wykupu w najbliższych trzech latach, przy czym większość z nich przypadnie na rok 2019 i 2020. Oczekiwania rynku na wykupienie tych papierów przez emitentów w pierwszym możliwym terminie, przejawiające się chociażby w kwotowaniu ich rentowności do pierwszego terminu wykupu (YTC), jest wątpliwe z punktu widzenia kapitałowego charakteru tych instrumentów, którego jednym z głównych przejawów jest wieczystość. Zachodzi obawa, że dążenie emitentów do spełnienia oczekiwań rynku i wykupienia papierów AT1 „za wszelką cenę” zamiast zwiększyć długookresową stabilność banków, doprowadzi do odwrotnego skutku – problemu z refinansowaniem się banków.

1. Wymogi kapitałowe CRR

1.1. W kierunku lepszej kapitalizacji banków

Doświadczenia kryzysu finansowego lat 2008–2009 wyraźnie ukazały, jak niedoskonałym narzędziem absorbowania strat okazały się hybrydowe instrumenty finansowe, na których opierały się wymogi kapitałowe Basel II. W szczególności dotyczy to innowacyjnych instrumentów kapitału klasy 1, które miały wykazywać m.in. dwie cechy typowe dla instrumentów kapitałowych: „głębokie” podporządkowanie zobowiązania i możliwość odroczenia wypłaty oprocentowania (kuponu). W praktyce jednak cechy te okazały się niewystarczającym narzędziem ochrony instytucji finansowych przed niewypłacalnością.

W kwestii możliwości odroczenia – czy też całkowitego anulowania – wypłaty kuponu, należy stwierdzić, że zarządy banków bardzo niechętnie podchodziły do tej opcji, praktycznie jej nie wykorzystując. W tym względzie kierowano się obawą przed dalszym pogorszeniem ratingów kredytowych. Według metodyki przyjmowanej przez agencje ratingowe, takie odroczenie (lub anulowanie) wypłaty kuponu byłoby traktowane jako niewywiązanie się emitenta z jego zobowiązań finansowych (default), co powodowałoby wręcz automatyczne obniżenie oceny kredytowej emitenta. To zaś znacznie utrudniałoby refinansowanie istniejącego zadłużenia, gdyż oznaczałoby zwiększenie kosztu pozyskania nowego finansowania. Mechanizm mający zatem wyrzucić taki sam skutek w zakresie absorpcji strat jak brak wypłaty dywidendy akcjonariuszom, okazał się niewystarczający.

Podporządkowanie roszczeń wynikających z innowacyjnych instrumentów kapitału klasy 1 również nie przyczyniło się do ochrony instytucji finansowych przed niewypłacalnością. Cecha ta służyłaby absorpcji strat jedynie wówczas, gdyby faktycznie doszło do upadłości instytucji finansowej. Wówczas to, w trakcie postępowania upadłościowego, roszczenia posiadaczy instrumentów „głęboko” podporządkowanych zostałyby zaspokojone dopiero po uprzednim zaspokojeniu roszczeń posiadaczy długu nadrzędnego (senior debt) oraz posiadaczy instrumentów kwalifikowanych jako kapitał klasy 2 (subordinated debt). Oznaczało to, że w razie niewypłacalności emitenta mieli oni odzyskać znacznie mniejszy procent zainwestowanych środków finansowych, niż posiadacze długu nadrzędnego, których roszczenia zostaną zaspokojone w pierwszej kolejności. Im wyższa bowiem pozycja danego zobowiązania w hierarchii zaspokajania roszczeń, tym wyższa stopa odzyskanych środków finansowych (recovery rate).

Instrumenty klasy 2 (*Tier 2 Capital*, T2) okazały się całkowicie nieprzydatne dla celów ratowania stabilności globalnego systemu finansowego. Choć banki posiadały maksymalną

dopuszczalną wartość środków finansowych z emisji instrumentów klasy 2, to i tak stanęły one przed koniecznością emisji instrumentów klasy 1, gdyż wzrost wagi ryzyka (RWA) posiadanych przez nie „toksycznych” aktywów przewyższyły wartość instrumentów klasy 1.

Ostatecznie okazało się, że jedynie akcje zwykłe i zatrzymane zyski (kapitał zapasowy), stanowiące kapitał podstawowy poziomu 1 (*Common Equity Tier 1 Capital*, CET1) posiadają rzeczywistą zdolność absorbowania strat instytucji finansowej jeszcze przed jej upadłością. W wymiarze społecznym największym szokiem było to, że koszty upadłości banków zostały poniesione przez podatników, zaś posiadacze obligacji bankowych ucierpieli w stosunkowo niewielkim stopniu. Innymi słowy, obligatariusze zostali uratowani przed poniesieniem strat właśnie przez wykorzystanie środków publicznych. W przeciwnym bowiem razie doszłoby do serii upadłości instytucji finansowych, co zagroziłoby ich stabilności.

Okoliczność ta ukazuje zresztą wadę Nowej Umowy Kapitałowej, określaną jako jej procykliczny charakter. Wejście gospodarki w stan recesji spowoduje spadek ratingu kredytowego aktywów posiadanych przez instytucję finansową. W efekcie dojdzie zatem do wzrostu ich wag ryzyka a więc wartości aktywów ważonych ryzykiem (*risk-weighted assets*, RWA), co będzie oznaczać konieczność dodatkowego zebrania kapitału regulacyjnego przez bank właśnie w okresie recesji. Co więcej, należy się spodziewać, że skoro banki konkurują ze sobą i mają podobny model biznesowy, to w bardzo podobnym momencie staną przed koniecznością takiego zebrania kapitału regulacyjnego. Należy w tym względzie przypomnieć, że w drugiej połowie 2008 roku największe amerykańskie instytucje finansowe przeprowadzały emisje akcji właśnie w celu reakcji na zwiększające się wymogi w zakresie kapitału regulacyjnego. Zwiększenie tych wymogów było efektem coraz większego ryzyka ciążącego na posiadanych przez nie aktywach: spadający rating kredytowy „toksycznych” aktywów oznaczał, że w kategoriach Basel II są one coraz „cięższe”. Wzmoczone pozyskiwanie kapitału przez banki zostało jednak źle zinterpretowane przez rynek: nie jako oznaka spadającej wartości aktywów banku, lecz jako wzmacnianie zaufania do instytucji finansowych. Bezpośrednią reakcją BCBS na wybuch kryzysu finansowego było usunięcie luk regulacyjnych w zakresie sekurytyzacji, dokonane w lipcu 2009 roku (tzw. Basel II.5).

W początkowej fazie wprowadzania wymogów Basel III/CRR³ (2013 rok) łączna wartość kapitału regulacyjnego miała pozostać bez zmian, przy czym poprawie miała ulec jego struktura. Przede wszystkim zmianie miały ulec proporcje, w jakich różne klasy kapitału mają wypełnić 8% RWA. Udział kapitału CET1 został zwiększony z 2% do co najmniej 4,5%,

³ CRR – 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, zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012.

zaś kapitału T2 – zmniejszony z 4% do 2%. Równocześnie następuje stopniowe zastępowanie (*phase-out*) instrumentów hybrydowych Basel II nową generacją instrumentów hybrydowych, odpowiadających wymogom Basel III. W ten sposób osiągnięty zostanie cel poprawy jakości kapitału regulacyjnego. Lata 2013–2019 przynoszą również stopniowe zwiększanie wymogów kapitałowych, a więc poprawę ilości kapitału regulacyjnego. Minimalny wymóg kapitałowy CRR (tj. 8% RWA) stanowi jedynie fundament (*floor*) dla wszystkich instytucji finansowych, zaś dalsze wymogi mają zostać bardziej zindywidualizowane: ich wartość ma w większym stopniu zależeć od wielkości i sytuacji danej instytucji. Szczególną rolę w tym względzie odgrywają bufor kapitałowe, które mogą zostać wypełnione jedynie za pomocą kapitału CET1. Pierwotnie zakładano, że w tym celu będą mogły zostać instrumenty hybrydowe typu CoCos, lecz ostatecznie zrezygnowano z tego zamiaru. Tym samym istotnie ograniczono praktyczne zastosowanie CoCos⁴. Zgodnie z przepisem art. 92 CRR instytucje kredytowe mogą wypełnić za pomocą instrumentów CoCos tzw. dodatkowy kapitał klasy 1 (*Additional Tier 1, AT1*) stanowiący 1,5% RWA. Zgodnie z przepisem art. 3 CRR, instytucje mogą utrzymywać wyższy poziom kapitałów własnych niż określone przepisami CRR, w tym przepisem art. 92 CRR. Wyemitowanie instrumentów CoCos powyżej 1,5% RWA nie zwiększa funduszy własnych banków (art. 92 ust. 1 RWA), ani ich buforów kapitałowych (patrz 1.2), ale jest dopuszczalne przez EBA dla celów poprawy wskaźnika dźwigni (*leverage ratio*)⁵. Niektóre instytucje decydują się zatem emitować większą liczbę CoCos niż tylko 1,5% RWA. Na przykład na brytyjskie banki nałożono obowiązek emisji instrumentów AT1 w ramach filara 2. Potencjał emisyjny instrumentów CoCos wykracza zatem poza poziom 1,5% RWA europejskich banków. Wydaje się jednak mało prawdopodobne, aby skala emisji CoCos osiągnęła poziom zbliżony do zakładanego pierwotnie, tj. na potrzeby wypełnienia buforów kapitałowych.

Dane jednoznacznie wskazują, że w reżimie Basel III/CRR nastąpiło zwiększenie kapitalizacji banków europejskich. W latach 2014–2017 wartość współczynnika CET1 banków wzrosła o 230 bp do poziomu średniej ważonej 14,8%. Wszystkie banki wykazują współczynnik CET1 powyżej 11%⁶. Jednak taki wzrost współczynnika wypłacalności był przede wszystkim spowodowany spadkiem RWA. Od roku 2014 kapitał CET1 europejskich banków wzrósł o 7,3%, podczas gdy kwota ekspozycji na ryzyko spadła o 9,2%⁷.

⁴ Por. krytyczne uwagi w tym zakresie: A. Cahn, P. Kenadijan, w: D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking Union*, Oxford University Press, s. 229–230.

⁵ *Single Rulebook Q&A, Question*, European Banking Authority, 2013, 19.

⁶ *Risk Assessment of the European Banking System*, European Banking Authority, listopad 2017.

⁷ *Ibidem*.

Osobne zagadnienie stanowi wpływ stosowania przez wybrane banki (z reguły te największe) własnych modeli wewnętrznych (IRB) wyznaczania ekspozycji na ryzyko. Ten zabieg, dopuszczony przez CRR, powoduje zazwyczaj zmniejszenie RWA w stosunku do wielkości wynikającej z zastosowania metody standardowej. Proponowany pakiet zmian Basel III (zwany również Basel IV) zakłada ograniczenie stosowania modeli wewnętrznych przez banki m.in. poprzez ustanowienie dolnej granicy (*floor*) na poziomie 72,5% RWA banku wynikającego z podejścia standardowego. Szacunki Europejskiego Urzędu Nadzoru bankowego (EBA) wskazują na umiarkowane skutki proponowanych zmian: EBA ocenia, że reformy podwyższą wymóg kapitałowy Tier 1 dla głównych europejskich banków („Grupa 1”) o 14%, obniżając współczynnik CET 1 średnio o 70 bp, co przekłada się na niedobór CET1 w kwocie około 13 mld EUR⁸. Należy pamiętać, że EBA dokonała tych wyliczeń wg stanu kapitałów banków na koniec 2015 roku, stąd zapewne obecnie niedobór jest mniejszy.

1.2. Wymóg połączonego bufora

Wartość bufora zabezpieczającego i bufora antycyklicznego (nakładanego na podstawie art. 130 CRD IV⁹) zostaje dodana do minimalnych wymogów kapitałowych CRR. W stosunku natomiast do pozostałych trzech buforów, tj. bufora ryzyka systemowego, instytucji o krajowym znaczeniu systemowym (D-SIB-buffer) oraz instytucji o globalnym znaczeniu systemowym (G-SIB-buffer), dodaniu podlega wartość jedynie najwyższego z nich. Tak skalkulowany wymóg połączonych buforów kapitałowych ma bardzo istotne znaczenie dla zdolności danej instytucji finansowej do wypłaty dywidend (oraz kuponów z tytułu instrumentów AT1).

Przeprowadzane w ramach procedury SREP¹⁰ stress-testy wzbudziły obawy EBA względem planów kapitałowych sektora bankowego. Z tego względu w 2016 roku wprowadzono mechanizm nadzorczy w postaci wytycznych regulatora wydawanych w ramach filara 2 regulacji (*Pillar 2 Guidance*, P2G). Wartość wytycznych P2G nie podlega ujawnieniu do wiadomości publicznej.

Sprecyzowano wówczas, że całościowy wymóg kapitałowy (*Overall Capital Requirement*, OCR) stanowi połączenie wymogów TSCR (bezwzględnie obowiązującego

⁸ *Cumulative Impact Assessment of the Basel Reform Package*, European Banking Authority, grudzień 2015, s. 4–6.

⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 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, zmieniającej dyrektywę 2002/87/WE i uchylającej dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE.

¹⁰ *Supervisory Review and Evaluation Process* – proces przeglądu i oceny nadzorczej ustalony w ramach Jednolitego Mechanizmu Nadzorczego.

wymogu kapitałowego)¹¹ i wymogu połączonych buforów (*Combined Buffer Requirement*). TSCR składa się zaś z wymogów kapitałowych filara 1 w zakresie funduszy własnych (8% RWA) i dodatkowych wymogów filara 2 (*Pillar 2 Requirement*, P2R). Podział wymogów kapitałowych filara 2 (które można wypełnić jedynie za pomocą kapitału CET1) na P2R i P2G oznacza pewne złagodzenie wymogów kapitałowych wobec instytucji kredytowych. Naruszenie wymogu kapitałowego P2G oznacza bowiem objęcie banku jedynie wzmożonym nadzorem ostrożnościowym ze strony właściwego organu nadzoru. Dopiero naruszenie wymogu OCR (w skład którego wchodzi m.in. P2R) spowoduje dalej idące konsekwencje, tj:

- 1) konieczność przedstawienia planu ochrony kapitału (*capital conservation plan*) na podstawie przepisu art. 142 CRD IV, oraz
- 2) ograniczenie wypłat dywidendy z tytułu instrumentów CET1 i kuponu z tytułu instrumentów AT1 na podstawie przepisu art. 141 CRD IV.

Z kolei dalsze pogorszenie sytuacji kapitałowej instytucji kredytowej, prowadzące aż do naruszenia wymogu kapitałowego TSCR stanowi podstawę do cofnięcia zezwolenia na rozpoczęcie działalności instytucji kredytowej, a także do uznania banku za znajdujący się w stanie upadłości lub zagrożenia upadłością (*failing or likely to fail*) w rozumieniu przepisu art. 32 BRRD.

1.3. Podsumowanie

CRR nakazuje instytucjom finansowym przede wszystkim zwiększenie kapitału najwyższej jakości (CET1), w skrajnym przypadku – aż do wartości 14,5% RWA. Wartość ta może podlegać dalszemu podwyższeniu ze względu na wymogi i wytyczne filara 2 (P2R i P2G). Tym samym to kapitał CET1 pozostaje podstawowym instrumentem absorpcji strat. Zastosowanie hybrydowych instrumentów finansowych nie wykracza poza obowiązek pokrycia wymogów kapitałowych określonych w przepisie art. 92 ust. 1 CRR, tj. 1,5% RWA w przypadku instrumentów AT1 i 2% RWA w przypadku instrumentów T2. Tym niemniej instrumenty te jednak odgrywają rolę pomocniczą.

2. Konstrukcja hybrydowych instrumentów finansowych w CRR

2.1. Wymogi stosowane wobec wszystkich instrumentów kwalifikowanych jako fundusze własne

Przed analizą szczegółowych norm adresowanych do poszczególnych składników funduszy własnych banku należy zwrócić uwagę na istnienie norm wspólnych, zawartych

¹¹ Total SREP Capital Requirement.

zarówno w przepisach art. 28 CRR (a więc adresowanych do instrumentów CET1), art. 52 CRR (AT1), jak i w art. 62 CRR (T2):

- 1) instrument finansowy musi zostać w pełni opłacony;
- 2) emitent nie może bezpośrednio lub pośrednio finansować zakupu instrumentu finansowego;
- 3) instrument finansowy nie może być zabezpieczony lub objęty (przez określone podmioty) gwarancją, która zwiększa stopień uprzywilejowania należności;
- 4) instrument finansowy nie może być przedmiotem jakichkolwiek porozumień, które zwiększyłyby stopień uprzywilejowania należności z jego tytułu w razie niewypłacalności lub likwidacji.

Co więcej, zgodnie z przepisem art. 77 CRR umorzenie instrumentów CET1, AT1 lub T2 wymaga zezwolenia właściwego organu, które może zostać udzielone jedynie wówczas, gdy:

- 1) umorzone instrumenty finansowe są zastępowane instrumentami funduszy własnych o tej samej lub większej jakości, lub
- 2) emitent wykazał w sposób zadowalający, że takie umorzenie nie narusza przepisów CRR.

Użyte w przywołanym przepisie (tj. art. 78 ust. 1 CRR) pojęcie „jakości” instrumentów funduszy własnych dotyczy oczywiście zdolności absorpcji strat. Innymi słowy, o „jakości” instrumentu na potrzeby CRR decyduje natężenie jego cech kapitałowych. Na przykład zamiana CoCos o niskim progu konwersji na akcje (*low-trigger* CoCos) na instrument o wyższym progu konwersji (*high-trigger* CoCos)¹² mogłaby zostać dopuszczona przez organ nadzoru, gdyż doszłoby do podniesienia zdolności instrumentu AT1 do absorpcji strat. Odwrotna zamiana byłaby już mniej prawdopodobna.

Samą procedurę umorzenia instrumentów CET1, AT1 i T2 określają natomiast regulacyjne standardy techniczne.

2.2. Instrumenty CET1

Zgodnie z przepisem art. 26 ust. 1 CRR, najwyższy poziom funduszy własnych banku może składać się wyłącznie z pozycji kapitałowych najwyższej jakości: instrumentów kapitałowych, azio emisyjnych związanych z takimi instrumentami, zysków zatrzymanych, kapitału rezerwowego, skumulowanych innych całkowitych dochodów, funduszy ogólnego ryzyka bankowego. Instrumenty kapitałowe są kwalifikowane jako instrumenty w CET1

¹² Por. szerzej pkt 2.3.4.

jedynie wówczas, gdy spełniają warunki określone w przepisach art. 28 i 29 CRR¹³. Wymogi te stanowią odzwierciedlenie cech akcji zwykłych i wyznaczają czysto kapitałowy charakter instrumentów CET1 na płaszczyźnie pełnego podporządkowania roszczeń w postępowaniu likwidacyjnym (art. 440 ust. 2 PrUp), wieczystego charakteru instrumentu (art. 359 KSH), oraz ograniczeń co do możliwości wypłaty dywidendy (art. 347 KSH).

W praktyce zatem jedynym instrumentem finansowym, którego emisja akcji pozwoli zwiększyć kapitał CET1 będzie właśnie akcja zwykła. Nie jest bowiem możliwe skonstruowanie obligacji hybrydowej, która spełniałaby wszelkie cechy CET1. Instrument taki musi bowiem zostać zakwalifikowany jako kapitał w rozumieniu prawa wspólnotowego, kapitał własny w rozumieniu standardów rachunkowości oraz prawa krajowego dotyczącego niewypłacalności (art. 28 ust. 1 lit. (c) CRR). W rozumieniu powołanych przepisów instrumenty dłużne pozostają zobowiązaniami. Odmiennie traktowanie hybrydowych instrumentów finansowych w krajowych standardach rachunkowości i w CRR znajdzie swoje odzwierciedlenie w różnicy pomiędzy wartością kapitału własnego wskazaną w sprawozdaniu finansowym, a wartością kapitału własnego wskazaną w informacji o adekwatności kapitałowej.

Z kolei akcje uprzywilejowane co do podziału majątku (art. 351 § 2 KSH w związku z art. 474 KSH), choć spełniają kryteria wskazane w przepisie art. 28 ust. 1 lit. (c) CRR, to nie spełniają kryterium maksymalnego podporządkowania. Zgodnie z przepisem art. 28 ust. 1 lit. (i) oraz (j) CRR wszystkie instrumenty CET1 muszą absorbować straty w takim samym stopniu (*pari passu*) i mieć niższy stopień uprzywilejowania niż wszystkie inne roszczenia w przypadku niewypłacalności lub likwidacji instytucji (*junior to all debt*). W konsekwencji akcje uprzywilejowane co do podziału majątku mogłyby być jedynie zakwalifikowane jako instrumenty finansowe AT1, pod warunkiem spełnienia warunków przewidzianych w art. 52 ust. 1 CRR.

Osobne zagadnienie stanowi możliwość kwalifikacji jako CET1 innych rodzajów akcji uprzywilejowanych. Przepis art. 351 § 2 KSH zawiera otwarty katalog możliwych form uprzywilejowania akcji, jedynie np. wymieniając typowe, klasyczne formy uprzywilejowania. Akcje uprzywilejowane co do prawa głosu zostały wprost wskazane w publikowanym przez EBA katalogu instrumentów CET1. W katalogu tym brak natomiast akcji niemych (uprzywilejowanych co do prawa dywidendy, ale pozbawionych prawa głosu – art. 353 § 3 KSH). W przypadku niektórych innych państw członkowskich UE podobne

¹³ Przy czym przepis art. 29 CRR zawiera szczególne normy adresowane do towarzystw ubezpieczeń wzajemnych, spółdzielni, instytucji oszczędnościowych i podobnych instytucji.

instrumenty są kwalifikowane jako instrument CET1, choć podejście w tym zakresie jest niejednolite i podlegające zmianom. Wydaje się, że kwalifikacja akcji uprzywilejowanych co do prawa dywidendy jako instrumentów CET1 doprowadziłaby do zróżnicowania homogenicznej jak dotąd klasy instrumentów CET1, co mogłoby teoretycznie mieć negatywne skutki praktyczne w toku ewentualnego *resolution* instytucji kredytowej¹⁴.

2.3. AT1 CoCos

2.3.1. Głębokie podporządkowanie (*deep subordination*)

Zgodnie z przepisem art. 52 ust. 1 lit (d) CRR, w przypadku niewypłacalności instytucji finansowej, instrumenty AT1 mają niższy stopień uprzywilejowania niż instrumenty T2. Z praktycznego punktu widzenia okazuje się to bardzo problematyczny atrybut instrumentów AT1. Zgodnie z przepisami Rozporządzenia (EC) 593/2008 w sprawie prawa właściwego dla zobowiązań umownych (Rozporządzenie „Rzym I”) strony umowy mogą w dowolny sposób wybrać prawo właściwe dla łączącego je stosunku prawnego. Tak też powszechnie się dzieje na rynku finansowym: emisje obligacji na tzw. eurorynku są dokonywane najczęściej pod prawem angielskim, nie zaś pod prawem państwa, w którym siedzibę ma emitent. Zgodnie jednak z przepisem art. 9 Rozporządzenia Rzym I, istnieje kategoria przepisów wymuszających swoje zastosowanie, które nie mogą zostać wyłączone na podstawie kompetencji stron. Są to przepisy kluczowe dla ochrony interesu publicznego, zaś hierarchia zaspokojenia roszczeń w postępowaniu upadłościowym uznawana jest za jeden z takich właśnie przepisów. Banki najczęściej decydują się zatem na emisję instrumentów finansowych AT1 pod prawem angielskim lub pod prawem Stanu Nowy Jork, z zastrzeżeniem, że jedna konkretna klauzula warunków emisji obligacji (*terms of the notes*) podlega właściwemu prawu krajowemu (*status of the notes*). Warunkiem *sine qua non* emisji AT1 okazuje się zatem istnienie „głęboko podporządkowanej” kategorii długu w krajowym postępowaniu upadłościowym.

Tak długo zatem, jak w polskim prawie upadłościowym nie występowała osobna kategoria zaspokajania roszczeń (uprzywilejowana jedynie względem instrumentów CET1) tak długo instytucje kredytowe z siedzibą w Polsce nie miały możliwości emisji instrumentów finansowych kwalifikowanych jako AT1. Wraz z implementacją BRRD dokonano nowelizacji hierarchii zaspokajania wierzycieli instytucji kredytowej określonej w przepisie art. 440 ust. 2 PrUp. Tworząc kategorię długu „głęboko podporządkowanego” odwołano się wprost do przepisów CRR o instrumentach AT1. Nowelizacja ta otwiera drogę do emisji

¹⁴ Por. Rozdział II.

instrumentów AT1 przez instytucje kredytowe z siedzibą w Polsce, zarówno pod prawem polskim, jak i pod prawem obcym.

2.3.2. Wieczysty charakter instrumentu finansowego

2.3.2.1. Zasady ogólne

Zgodnie z przepisem art. 52 ust. 1 lit (g) CRR, instrumenty są wieczyste, a ich warunki emisji nie zachęcają emitenta do ich wykupu. Warunki emisji obligacji wieczystych (*perpetual bonds*) mogą przyznawać zatem opcję wcześniejszego wykupu emitentowi (*issuer's call option*), lecz nie mogą przy tym zawierać jakichkolwiek zachęt do wcześniejszego wykupu. W przeciwnym wypadku formalnie wieczysty instrument miałby tzw. „syntetyczną zapadalność” (*synthetic maturity*) w dacie niekorzystnej dla emitenta zmiany warunków emisji. Należy przy tym zauważyć, że dotychczasowe podejście inwestorów nazbyt często zakładało wykonanie przez emitentów opcji *call* w pierwszym możliwym terminie. Nawet obligacje T2 o ustalonym terminie zapadalności były wyceniane metodą *Yield To Call* (YTC). W efekcie decyzja o nieskorzystaniu przez emitenta z opcji *call* była bardzo źle przyjmowana przez rynek¹⁵.

Listę typowych zachęt do wykupu zawiera przepis art. 20 Rozporządzenia Delegowanego Komisji nr 241/2014. Są to m.in. klauzule przewidujące zmianę sposobu naliczania kuponu (*fixed-to-floating*) lub wręcz podwyższenie wartości kuponu w razie niewykonania opcji wcześniejszego wykupu (*coupon step-up*)¹⁶.

Wobec powyższych ograniczeń instytucje finansowe wypracowały nowy mechanizm zmiany wysokości kuponu w razie niewykonania opcji *call*, który nie stanowi zachęty do wcześniejszego wykupu w rozumieniu przepisu art. 20 Rozporządzenia Delegowanego Komisji nr 241/2014. Warunki emisji instrumentów AT1 stanowią, że w takim wypadku dojdzie do „resetu” wartości kuponu. Nową wartość kuponu określa się na podstawie pięcioletniej stawki IRS (*mid swap*) dotyczącej waluty emisji i spreadu kredytowego. Jeżeli emitent nie wykona opcji *call* w pierwszym możliwym terminie (min. 5 lat od emisji – por. art. 52 ust. 1 lit. (i) CRR), wartość kuponu zostanie ponownie przeliczona poprzez dodanie stawki *swap* w dacie opcji *call* (nieznanej w dacie emisji) i *spreadu* kredytowego. „Zresetowany” kupon będzie wypłacany do następnej daty opcji *call* (w najczęstszym przypadku – kolejne 5 lat, ale wypłata może następować rocznie, kwartalnie a nawet w

¹⁵ Por. A. Cahn, P. Kenadijan, w: D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking...*, op.cit., s. 230; J. de Spiegeleer, W. Schoutens, C. van Hulle, *The Handbook...*, op.cit., s. 11–13, 123.

¹⁶ Por. szerzej M. Liberadzki, K. Liberadzki, *Konstrukcja, zasady emisji...*, op.cit., s. 35.

każdym momencie)¹⁷, kiedy to mechanizm resetu zostanie powtórzony (o ile oczywiście emitent ponownie nie wykona opcji *call*). Należy przy tym podkreślić, że inwestorzy zakładają wykonanie przez emitenta opcji wykupu w pierwszym możliwym terminie, posługując się miarą rentowności YTC. Niewykonanie opcji *call* przez emitenta zostanie negatywnie przyjęte przez uczestników rynku. Ewentualne wykonanie opcji *call* będzie podyktowane wynikiem analizy ekonomicznej emitenta, nie zaś istnieniem obowiązku prawnego¹⁸. Z tego względu instrumenty AT1 narażone są na ryzyko niewykonania opcji *call* (*call extension risk*).

Ponadto, wykonanie opcji *call* instrumentów AT1 będzie wymagać również zezwolenia właściwego organu (art. 77 CRR). Warunki wydania takiego zezwolenia, z których przynajmniej jeden musi być spełniony, są wyraźnie określone: (a) umorzone instrumenty AT1 są zastępowane instrumentami funduszy własnych o tej samej lub większej jakości albo (b) emitent wykazał w sposób zadowalający, że takie umorzenie nie narusza przepisów CRR (art. 78 ust. 1 CRR). Najczęstszym formatem tych instrumentów jest zatem obligacja wieczysta, którą emitent może wykupić po 5 latach (format *PerpNC5*). Wbudowana w taki instrument opcja *call* jest przy tym tzw. opcją europejską, gdyż może zostać wykonana wyłącznie w określonym terminie (zwanym terminem wygaśnięcia opcji), a nie w dowolnym czasie przed upływem jej wygaśnięcia (jak tzw. opcja amerykańska). Wykonanie opcji *call* przed upływem wskazanego terminu jest możliwe tylko za zgodą właściwego organu i tylko w bardzo ograniczonych przypadkach. Emitent musiałby wówczas spełniać nie tylko warunki określone w art. 78 ust. 1 CRR, ale również te przewidziane w art. 78 ust. 4 CRR, tj.:

- 1) doszło do zmiany w regulacyjnej klasyfikacji instrumentów AT1, która mogłaby spowodować ich wyłączenie z funduszy własnych lub ich reklasyfikację jako formę funduszy własnych niższej jakości (*Regulatory Event*), lub
- 2) doszło do istotnej i w sposób racjonalny niemożliwej do przewidzenia zmiany w opodatkowaniu tych instrumentów (*Tax Event*)¹⁹.

Przykładem skorzystania przez emitenta z klauzuli *Regulatory Event* do przedterminowego wykupu są instrumenty ECN (*Enhanced Capital Notes*) wyemitowane przez Lloyds Banking Group w 2009 roku, stanowiące wczesną formę Tier 2 CoCos²⁰.

¹⁷ Por. tabela 1.

¹⁸ Odmiennie jest w przypadku obligacji hybrydowych emitowanych przez podmioty spoza sektora finansowego (tzw. *corporate hybrids*). Instrumenty te emitowane są na potrzeby podwyższenia oceny ratingowej, por. M. Liberadzki, K. Liberadzki, *Konstrukcja, zasady emisji...*, op.cit., s. 92–93.

¹⁹ Przepis ten stosuje się zarówno do wykupu instrumentów AT1, jak i instrumentów T2.

²⁰ Por. pkt 2.4.4.

W prawie polskim przepis art. 23 ustawy o obligacjach²¹ (dalej: OblU) przewiduje możliwość emisji obligacji wieczystych przez wszystkie spółki posiadające zdolność emisyjną obligacji. Do obligacji takich nie stosuje się wówczas przepisu art. 365¹ KC, pozwalającego na wypowiedzenie zobowiązań o charakterze ciągłym. Obligacje wieczyste co do zasady nie podlegają wykupowi, z wyjątkiem zajścia warunku, wskazanego w warunkach emisji obligacji jako przesłanka wykupu. Możliwe jest też przyznanie emitentowi obligacji wieczystych prawa ich wykupu (a więc opcji *call*).

2.3.2.2. Ryzyko niewykupienia AT1 CoCos przez emitentów w pierwszej dacie *call*

Na przeciwległym biegunie stoi zagadnienie niewykonania opcji *call* emitenta. Instrumenty AT1 jakkolwiek uważane za wieczyste, mogą przyznawać emitentowi opcje *call* z terminem wykonania nie wcześniej niż przed upływem pięciu lat od daty emisji obligacji (art. 75 ust. 2 zd. 2 OblU). W związku z nadchodzącą piątą rocznicą istnienia rynku AT1 CoCos, zagadnienie przedterminowego wykupu tych instrumentów przez emitentów stało się aktualne. Najoczywistszym kryterium oceny czy bank dokona wykupu swoich instrumentów AT1 w najwcześniejszym możliwym terminie, czy też zdecyduje, aby trwały one dalej, jest *spread* kredytowy w dacie *call*, tj. porównanie kosztów emisji nowych obligacji wysokością kuponu po resecie, zwykle wyznaczanym z odpowiednim *spreadem* ponad 5-letnią stawkę *mid-swap*²². Ale równie dobrze bank może po prostu nie chcieć refinansować emisję instrumentów AT1, czy też zastąpić dotychczasową emisję instrumentami o mniej korzystnych z punktu widzenia nabywcy charakterystykach, jak np. wyższa poprzeczka (*trigger*) CET1/RWA, czy dłuższa data do przedterminowego wykupu. Obecnie inwestorzy zakładają wykonanie przez emitenta opcji wykupu w pierwszym możliwym terminie, dlatego wszystkie papiery wyceniają rentownością do daty wykupu (YTC). Należy uznać, że w przypadku *call extension* doszłoby do skokowego wzrostu rentowności i zmienności na rynku, podobnie jak miało to miejsce na początku 2016 roku, kiedy istotne stało się ryzyko niezapłacenia kuponu przez Deutsche Bank²³.

2.3.3. Możliwość anulowania wypłaty kuponu

2.3.3.1. Uwagi ogólne

Przepis art. 52 ust. 1 lit. (l) pkt (iii) CRR jednoznacznie stanowi, że emitent musi dysponować pełną swobodą uznania w zakresie anulowania wypłaty kuponu z tytułu

²¹ Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (j.t. DzU 2018, poz. 483).

²² Por. pkt 2.3.3.

²³ Por pkt 2.3.3.3.

instrumentu AT1 – na czas nieokreślony, na zasadzie nieskumulowanej oraz bez ograniczeń co do kwoty takiego anulowania. Oznacza to, że instrumenty te muszą zawierać klauzulę *non-cumulative coupon deferral*, przez co ich emitenci będą uprawnieni do całkowitego anulowania wypłaty kuponu. Takie działanie nie będzie stanowić przypadku niewykonania zobowiązania (*default*) przez instytucję (art. 52 ust. 1 lit. (l) pkt iv CRR). Należy jednak przypomnieć, że podobny mechanizm wstrzymania wypłaty kuponu posiadaczom instrumentów hybrydowych zawiódł już w 2008 roku. Banki posiadały zbyt dużą dowolność w zakresie dokonywania opcji *coupon deferral* płatności instrumentów hybrydowych *Upper Tier 2* i nie wykonywały tej opcji ze względu na obawę przed pogorszeniem oceny kredytowej. Co więcej, banki nie posiadały też w zasadzie żadnego narzędzia prawnego do wstrzymania wypłaty kuponu długu podporządkowanego *Lower Tier 2*.

2.3.3.2. Obligatoryjne anulowanie wypłaty kuponu w razie niespełnienia wymogu MDA

Zgodnie z przepisem art. 141 CRD IV, wypłata kuponu z tytułu instrumentu AT1 może zostać dokonana jedynie wówczas, gdy nie spowoduje naruszenia tzw. wymogu maksymalnej wypłaty (*maximum distributable amount, MDA*)²⁴. Jak wskazano w pkt 1.3, wymóg ten jest równy całościowemu wymogowi kapitałowemu (OCR), tj. obejmuje wymogi kapitałowe filara 2 (P2R), ale nie obejmuje wytycznych kapitałowych filara 2 (P2G). Tym samym banki mogą dokonywać wypłaty kuponu z instrumentów AT1 (oraz dywidendy z instrumentów CET1) nawet wówczas, gdyby spowodowało to naruszenie wytycznych kapitałowych filara 2 (P2G). Z tego względu wymóg MDA ma duże znaczenie dla oceny ryzyka anulowania wypłaty kuponu i stąd jest uważnie obserwowany przez inwestorów. Specjalistyczne agencje informacyjne wskazują tzw. „poduszkę” (*MDA cushion*) wyrażaną jako dystans pomiędzy stanem kapitału CET1, a całościowym wymogiem kapitałowemu (OCR). Jest to istotna miara z punktu widzenia oceny jak blisko (daleko) są emitenci instrumentów AT1 do ograniczeń MDA w zakresie wypłat z akcji zwykłych i instrumentów AT1. Istotnym aspektem metodyki SREP przyjętej przez EBC²⁵ dla banków eurostrefy jest kalkulacja wymogu połączonego bufora²⁶ dla określenia kwoty MDA. W wyliczeniu bierze się pod uwagę jakikolwiek kapitał CET1, który musi zostać użyty do pokrycia niedoboru w kapitale AT1 i T2 w celu wypełnienia minimalnych wymogów kapitałowych (6% w Tier 1 i 8% ogółem). Najbardziej

²⁴Analogiczne ograniczenie znajduje oczywiście zastosowanie również do instrumentów CET1, por. przepis art. 28 ust. 1 lit. (h) pkt (ii) CRR.

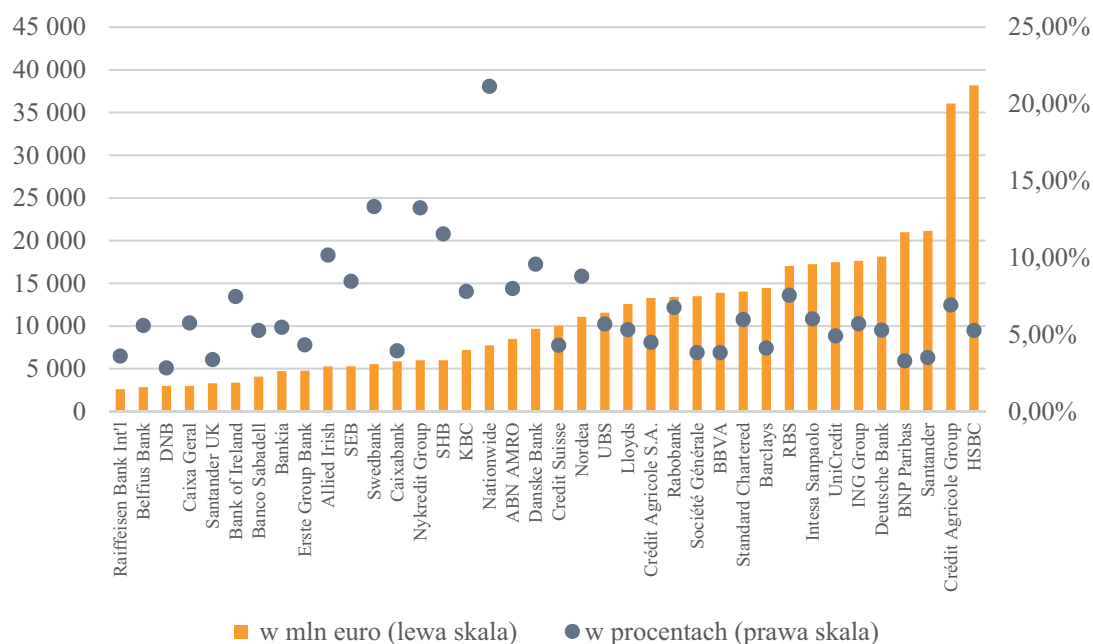
²⁵ Europejski Bank Centralny.

²⁶ Por. pkt 1.2.

efektywną strukturą kapitałową dla banków jest wyemitowanie kapitału AT1 do pokrycia różnicy 1,5 pp. pomiędzy CET1 a całkowitymi wymogami Tier 1, oraz wyemitowanie kapitału Tier 2 do pokrycia 2 pp. różnicy pomiędzy Tier 1 a TCR. To pozwala uniknąć stosowania kapitału CET1 do innych celów niż pokrycie wymogu połączonego bufora. W przypadku, gdy banki nie wyemitowały przynajmniej 1,5% RWA w instrumentach AT1 lub 2% w T2, jakkolwiek niedobór wywołuje efekt w postaci podniesienia progu MDA względem bazowych wymogów CET1, komunikowanych przez EBC w kalkulacjach SREP. Banki często nie eksponują tego zjawiska, ale jest ono istotne z punktu widzenia analizy obligacji CoCo, bo może skutkować podniesieniem progu MDA nawet o 3,5 pp., jeśli banki nie miałyby żadnych wyemitowanych instrumentów AT1 i T2.

Poduszki MDA banków eurostrefy powiększyły się w 2017 roku z dwóch powodów. Po pierwsze, eliminacja dawnego wymogu, aby utrzymywać określoną kwotę w ramach wymogów kapitałowych filara 2 w celu podniesienia bufora antycyklicznego do poziomu docelowego (*fully-loaded*). Na podstawie reguł SREP z 2016 roku, kwota ta wynosiła 1,875% RWA (tzn. różnica pomiędzy 2,5% bufora w wartości docelowej i 0,625% wymogu filara 1 w pierwszym roku jego stopniowego wprowadzania). Wymóg ten miał zastosowanie do wszystkich banków eurostrefy z wyjątkiem banków włoskich, które musiały wypełnić pełen bufor 2,5% w 2016 roku. Po drugie, o czym była mowa wcześniej, EBC rozbił wymóg kapitałowy filara 2 na P2R, który uwzględnia się w kalkulacji MDA (podobnie jak filar 2A w Wielkiej Brytanii) i na P2G, który nie wchodzi do rachunku MDA. EBC indywidualnie decyduje o wymogach filara 2, gdzie rezultat stress-testów poszczególnych banków ma istotne znaczenie. Nie wszystkie banki publikują P2G i jakkolwiek nie wpływa to na poziom MDA, to niespełnienie wymogów SREP, w tym P2G, będzie powodować w każdym przypadku rozmowę z nadzorcą co do planu odbudowy kapitału. Na rysunku 1 przedstawiono kształtowanie się poduszki CET1 względem ograniczeń MDA największych banków Europy Zachodniej na koniec 2017 roku.

Rysunek 1. Poduszka CET1 powyżej ograniczeń MDA w ujęciu procentowym i kwotowym (stan na 31 grudnia 2017 roku)



Źródło: opracowanie własne.

2.3.3.3. Obligatoryjne anulowanie wypłaty kuponu w razie niespełnienia wymogu ADI

W odpowiedzi na zaobserwowaną niską „jakość” opisanych instrumentów hybrydowych Basel II, przepis art. 52 ust. 1 lit. (l) pkt (i) CRR stanowi, że wypłata kuponu instrumentu AT1 może być dokonana wyłącznie z pozycji podlegających podziałowi (*available distributable items*, ADI). Pozycje bilansu „podlegające podziałowi” zostały zdefiniowane w przepisie art. 4 pkt 128 CRR i są to takie same pozycje jak te, z których możliwa jest wypłata dywidendy z instrumentów CET1, tj. akcji zwykłych (por. przepis art. 28 ust. 1 lit. (h) pkt (ii) CRR. Jeżeli posiadane przez bank ADI okaże się niewystarczające do wypłaty dywidendy lub kuponu z tytułu obligacji AT1, wówczas bank nie będzie mógł wypłacić ani dywidendy, ani kuponu z tytułu obligacji AT1.

Znaczenie mechanizmu anulowania wypłaty oprocentowania przez emitenta łatwo zobrazować na podstawie analizy zachowania rynkowego obligacji CoCos wyemitowanych przez Deutsche Bank AG. Warunki emisji wskazanych instrumentów przyznawały emitentowi uprawnienie do dyskrecyjnego anulowania wypłaty kuponu. Ryzyko anulowania wypłaty kuponu (*coupon risk*) było jednak niedoszacowane przez uczestników rynku. Ewentualność taka była bowiem powszechnie traktowana jako ostateczność, do której realizacji miało nigdy nie dojść ze względu na skrajnie negatywne konsekwencje dla emitenta.

Zgodnie z metodyką przyjętą przez najistotniejsze agencje ratingowe, jakiegokolwiek wstrzymanie płatności przez emitenta obligacji znajduje natychmiast negatywne odzwierciedlenie w ocenie kredytowej (*rating*) wszystkich emitowanych przez instrumentów finansowych. Tym samym stosunkowo niewielkie i krótkoterminowe korzyści finansowe wynikające z braku konieczności wypłaty oprocentowania mają mniejsze znaczenie niż znaczny i długoterminowy wzrost obsługi długu zwykłego (*senior debt*), będącego istotnym źródłem finansowania banków komercyjnych w UE. Co więcej, dług ten jest w większości przypadków średnio-okresowy (tj. o zapadalności ok. 3 lat), przez co bardzo często dochodzi do jego refinansowania. Obniżenie ratingu kredytowego ze względu na wykonanie opcji *coupon deferral* szybko zatem znalazłoby odzwierciedlenie w zwiększonym koszcie obsługi zadłużenia banku.

W przypadku instrumentów AT1 sytuacja jest jednak inna, gdyż wymóg ADI, tj. ograniczenie pozycji bilansu, z których można wypłacić kupon, powoduje, że emitent CoCos może po prostu nie mieć możliwości wypłaty kuponu. Pierwszym sygnałem alarmującym inwestorów o materializacji ryzyka anulowania wypłaty oprocentowania przez emitentów obligacji typu CoCos był komunikat ECB z początku 2016 roku, który odczytano jako zapowiedź organu nadzoru, że w razie niespełnienia wymogów MDA zostanie uruchomiona procedura wstrzymania wypłat z instrumentów CET1 i AT1, określona w art. 141 ust. 2 CRD IV. W odpowiedzi ogłoszono, że Deutsche Bank posiada środki wystarczające na wypłatę oprocentowania z tytułu instrumentów AT1: łączna wartość oprocentowania z tytułu emisji trzech takich instrumentów wynosiła 350 mln EUR, zaś wartość środków do dystrybucji – 1 mld EUR. Komunikat ten osiągnął skutki odwrotne do zamierzonych: okazało się bowiem, że GSIB mierzący się z karami regulatorów o wartości miliardów EUR będzie wykazywał za 2015 rok mniejsze niż sądzono kwoty podlegające podziałowi, z których będzie można dokonać wypłaty kuponu z wyemitowanych AT1 CoCos. Materializacja ryzyka wypłaty kuponu doprowadziła do gwałtownej wyprzedaży CoCos wszystkich emitentów – w tym również i tych, którzy posiadali bardzo wysoką wartość ADI, przez co wypłata kuponu była niezagrażona²⁷. Ostatecznie, Deutsche Bank dokonał skupu obligacji, aby dać możliwość ich sprzedaży zaniepokojonym inwestorom, a tym samym uspokoić rynek²⁸.

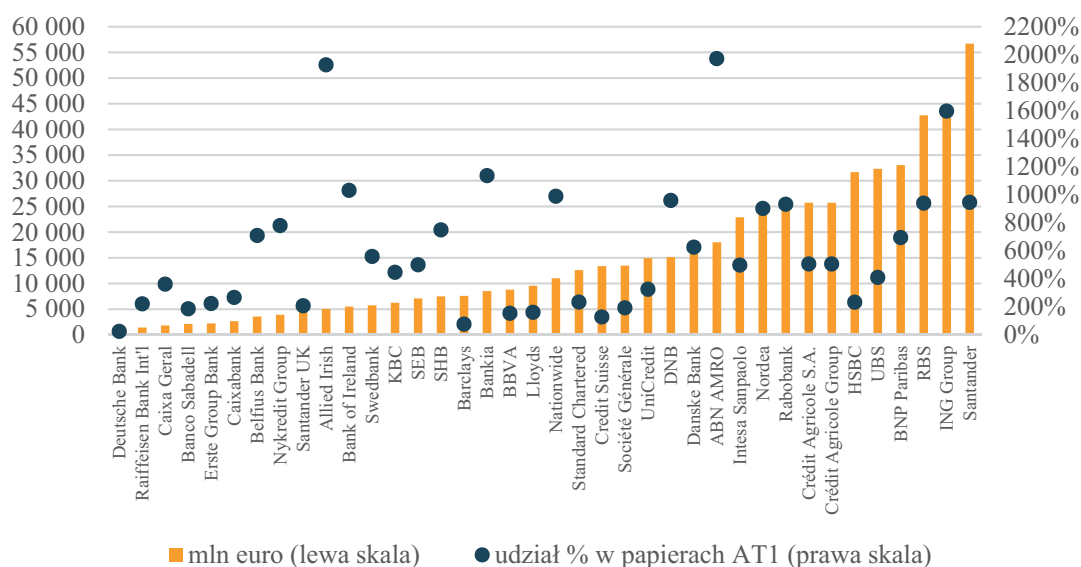
Można odnieść wrażenie, że o ile inwestorzy szacowali ryzyko anulowania wypłaty kuponu ze względu na wymóg MDA (poprzez obserwację tzw. poduszki MDA), to ryzyko płynące z wymogu ADI pozostawało niedoszacowane. Działo się tak pomimo tego, że niektóre

²⁷ *How European banks are scaring away their investors*, „The Economist”, 11 lutego 2016; *Borrowed Time*, „The Economist”, 18 lutego 2016; *Discomforting brew*, „The Economist”, 18 lutego 2016.

²⁸ *Deutsche Bank to launch buyback of its bonds*, „The Economist”, 12 lutego 2016.

agencje informacyjne wskazywały zarówno wartość poduszki MDA, jak i wartość ADI (wyrażaną jako wielokrotność kuponu z tytułu AT1). Z rysunku 2 wyraźnie wynika, że ADI banków z reguły wielokrotnie pokrywają wartość nominalną wyemitowanych AT1 CoCos.

Rysunek 2. Kwoty podlegające podziałowi (*Distributable Items*) (stan na 31 grudnia 2017 roku)



Źródło: opracowanie własne.

Nawet w przypadku Deutsche Banku, wyraźnie odstającego od pozostałych systemowo istotnych banków Europy Zachodniej, poziom ADI na koniec 2017 roku wynosił 1,091 mln EUR, co oznaczało w 2018 roku pełne pokrycie rocznych płatności kuponowych z tytułu wyemitowanych instrumentów AT1 w kwocie ok. 315 mln EUR (przypadających na dzień 30 kwietnia)²⁹.

Wpływ ryzyka zajścia zdarzenia inicjującego, *coupon cancellation*, *call extension* i innych na *spread* CoCos zostanie szczegółowo omówiony w osobnym rozdziale³⁰.

W cieniu rozważań na temat zdolności kilku istotnych systemowo banków do obsługi kuponów CoCos i umorzenia instrumentów AT1 CoCos Banco Popular, uwagę może ująć relatywnie niewielki bank, który jako pierwszy – i do tej pory jedyny – anulował płatności kuponowe z instrumentów AT1. W czerwcu 2017 roku Bremer Landesbank zakomunikował, że 29 czerwca nie dokona zapłat kuponu z dwóch serii AT1 denominowanych w EUR: 100 mln EUE 9,5% perp-21 (DE000BRL00B2) i 50 mln EUR 8,5% perp-20 (DE000BRL00A4).

²⁹ *Available Distributable Items and Interest Payments Deutsche Bank AG*, Deutsche Bank, https://www.db.com/ir/en/download/Deutsche_Bank_AG_ADI_2017.pdf (data dostępu: 30.09.2018).

³⁰ Por. Rozdział III.

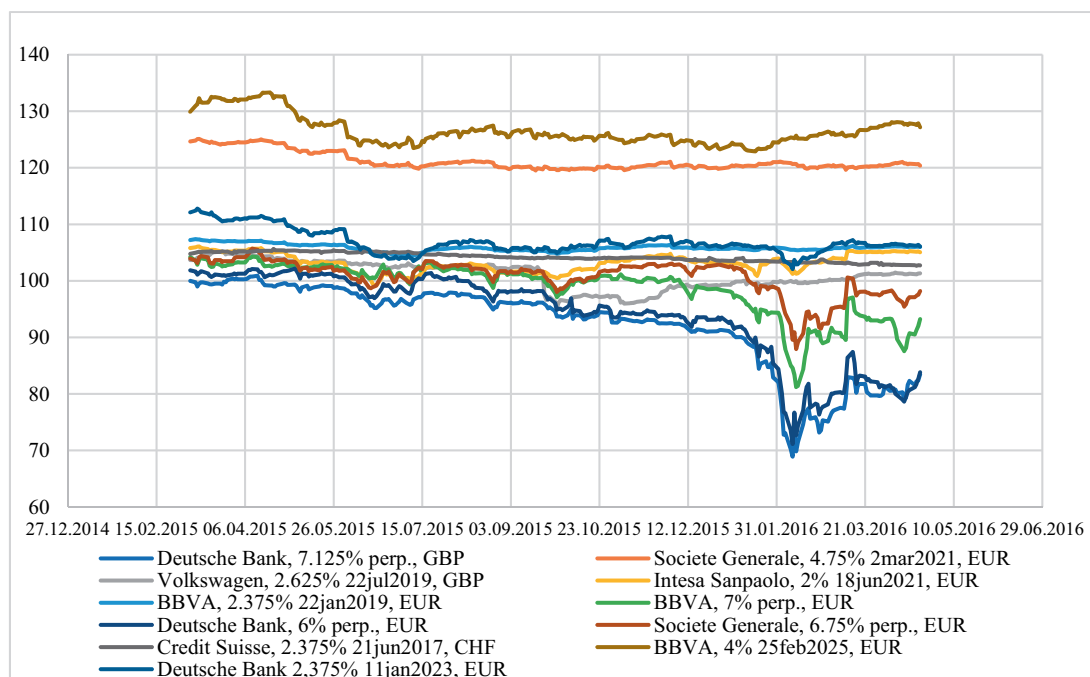
Uważa się, że powodem tej decyzji był zbyt niski poziom ADI banku³¹. Przy tym należy nadmienić, że wszystkie 9,5% CoCos były w portfelu banku-matki NordLB, zatem tylko obligacje 8,5% o wartości ok. 50 mln EUR były w posiadaniu osób trzecich.

2.3.3.4. Wpływ ryzyka niezapłacenia kuponu z AT1 CoCos Deutsche Banku na rynek AT1 CoCos w lutym 2016 roku

Wspomniane obawy inwestorów co do niedoboru ADI przełożyły się na gwałtowny wzrost rentowności wszystkich instrumentów AT1 CoCos emitentów europejskich w połowie lutego 2016 roku (rysunki 3 i 4).

Jak pokazano na rysunku 3, gwałtowna wyprzedaż objęła też instrumenty AT1 CoCos innych emitentów, takich jak BBVA, Credit Suisse, Société Générale, czy Intesa Sanpaolo, mimo że sumy ADI każdego z banków wielokrotnie przewyższały mające nastąpić w 2016 roku płatności kuponowe z instrumentów AT1 CoCos (rysunek 4).

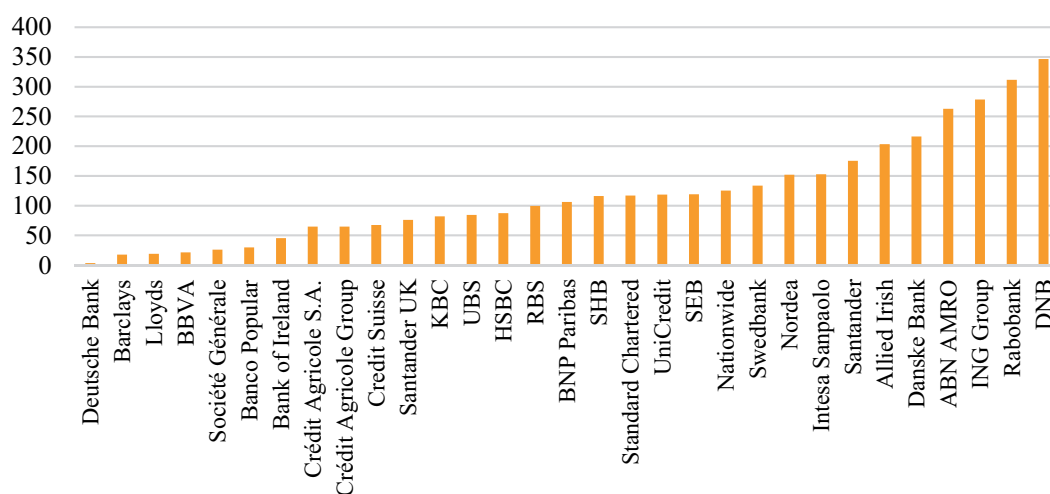
Rysunek 3. Reakcja rynku AT1 CoCos na ryzyko niezapłacenia kuponu przez Deutsche Bank (luty 2016 rok)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Cbonds.

³¹ L. Martin, L. Knepper, *Bremer Landesbank: Cancelling AT1 Coupons*, CreditSights, 20 czerwca 2017. W komunikacie prasowym zarząd powołał się na „swobodne uznanie“ na podstawie § 3 (8) (a) warunków emisji (oryg. *in Ausübung seines freien Ermessens*) podane za: *Mini Bail-in bei der Bremer Landesbank? Zinszahlungen für Anleihen fallen aus*, FinanzmarktWelt, 21 czerwca 2017, <https://finanzmarktWelt.de/mini-bail-in-bei-der-bremer-landesbank-zinszahlungen-fuer-anleihen-fallen-aus-61823/> (data dostępu: 30.09.2018).

Rysunek 4. Pokrycie kuponów CoCos środkami ADI (wielokrotność) (stan na koniec 2015 roku)



Źródło: opracowanie własne.

Na rysunku 4 wyraźnie wskazano, że Deutsche Bank istotnie odstawał od pozostałych europejskich banków, jeżeli chodzi o względną wielkość ADI. Na koniec 2015 roku odległość w punktach procentowych od zdarzenia inicjującego przymusowe umorzenie (*distance to trigger*)³² wynosiła bezpieczne 8,07% RWA, a w ujęciu bezwzględnym 32,083 mld EUR. Ryzyko przymusowego umorzenia tych instrumentów należy uznać zatem za nieistotne³³. Również wartość poduszki MDA wynosiła bezpieczne 2,44% RWA (9,7 mld EUR). Zaskoczeniem był natomiast to, że pojedynczy, dotychczas zresztą niezauważany nadto, parametr CoCos pojedynczego banku może tak wpłynąć na cały rynek AT1 CoCos, wart wówczas (w ujęciu nominału wyemitowanych instrumentów) około 91 mld EUR na koniec 2015 roku. A przecież instrumenty te same w sobie miały zwiększać stabilność systemu, na pewno zaś nie miały stanowić źródła niestabilności. Ostatecznie *deferral* nie nastąpił, co, wraz z innymi działaniami regulatorów, uspokoiło rynek w przeciągu 2016 roku. Zastanawiający jest jednak już sam fakt reakcji stóp zwrotu pozostałych instrumentów na wyłącznie indywidualne problemy pojedynczego banku, bez fundamentalnych przyczyn leżących po stronie sektora bankowego. Zaskakująca skala reakcji rynku na ryzyko *coupon deferral* (które ostatecznie się nie zmaterializowało) budzi wątpliwości co do właściwego zrozumienia istoty instrumentu kapitałowego, jakim mają być przecież CoCos. Postrzegając te instrumenty przez właściwy pryzmat instrumentu kapitałowego należy dopuszczać anulowanie płatności

³² O zdarzeniu inicjującym i *distance to trigger* por szerzej pkt 2.3.4.

³³ Wszystkie wyemitowane AT1 CoCos Deutsche Banku w tamtym czasie miały poprzeczkę CET1/RWA na poziomie 5,125% i mechanizm częściowego i tymczasowego odpisu.

kuponowych jako zadziałanie jednego z elementów całego mechanizmu absorpcji strat, wprowadzonego przez CRR, a nie uznawać za niewykonanie zobowiązania (*default*). Przepis art. 52 ust. 1 lit. (l) pkt (iv) CRR stanowi zaś wprost, że anulowanie wypłaty zysków z tytułu instrumentu AT1 nie stanowi przypadku niewykonania zobowiązania przez instytucję kredytową. Opcja *coupon deferral* jest przecież wyraźnie przewidziana w warunkach emisji tych instrumentów. Traktowanie przez inwestorów CoCos jako ściśle instrumentu *fixed income* i związane z tym dążenie emitentów, aby zapłacić kupon za „wszelką cenę” (które wzmaga wspomniana wcześniej metodyka agencji ratingowych) wypacza sens stosowania tych instrumentów.

2.3.3.5. *Coupon deferral* a hierarchia absorpcji strat

Zgodnie z przepisem art. 52 ust. 1 lit. (l) pkt (v) CRR anulowanie wypłaty kuponu nie może wiązać się z nałożeniem na emitenta żadnych ograniczeń. Wymóg ten istotnie zmniejsza elastyczność kontraktową przy konstruowaniu instrumentów finansowych AT1. Instrumenty hybrydowe powszechnie zawierają bowiem klauzule uniemożliwiające nałożenie ciężaru strat na ich posiadaczy przy jednoczesnym braku nałożenia tego ciężaru na akcjonariuszy. Innymi słowy, celem tych klauzul jest uniknięcie sytuacji, w której akcjonariuszom zostanie wypłacona dywidenda, zaś kupon należny posiadaczom instrumentów hybrydowych zostanie anulowany. W tym celu wprowadza się klauzulę *dividend – pusher* (nakaz wypłaty kuponu w razie wypłaty dywidendy) lub klauzulę *dividend – stopper* (zakaz wypłaty dywidendy w razie anulowania kuponu). Już zalecenia Basel III zakazały wprowadzania klauzuli *dividend – pusher*, natomiast CRR jest w tym względzie jeszcze bardziej restrykcyjne, gdyż przywołany przepis wyłącza również zastosowanie klauzuli *dividend – stopper*.

W rezultacie teoretycznie możliwa jest sytuacja, w której banki będą wypłacały dywidendę z akcji zwykłych, nawet gdy nie zapłacą odsetek z instrumentu AT1. Możliwość taka jest postrzegana jako legislacyjne niedopatrzenie i planuje się wprowadzenie zmiany (tzw. CRR II)³⁴, powodującej podporządkowanie wypłaty dywidendy dla akcjonariuszy względem wypłaty kuponu dla posiadaczy instrumentów hybrydowych AT1. Rozwiązanie takie pozwoli zapewnić przestrzeganie hierarchii absorpcji strat.

2.3.3.6. Opcja *coupon deferral* w prawie polskim

W prawie polskim przepis art. 74 ust. 2 OblU stanowi, że zwłoka emitenta z wykonaniem zobowiązań z obligacji, w całości lub w części, powoduje powstanie po stronie obligatariusza

³⁴ Por. pkt 2.3.6.

prawa do żądania natychmiastowego wykupu w części, w jakiej przewidują świadczenie pieniężne. Jeżeli jednak w warunkach emisji zastrzeżono, że obligacje są emitowane na potrzeby funduszy własnych w rozumieniu CRR, oraz gdy wyemitowane obligacje zostały zaliczone do tych funduszy, wówczas przepisu art. 74 ust. 2 OblU nie stosuje się (art. 74 ust. 7 OblU). Analogicznie przepis art. 75 ust. 1 OblU stanowi, że obligacje wieczyste stają się wymagalne w razie (1) ogłoszenia upadłości emitenta lub otwarcia jego likwidacji, lub (2) zwłoki emitenta w wypłacie wynikającej z obligacji świadczeń pieniężnych przysługujących obligatariuszom. Jeżeli jednak w warunkach emisji zastrzeżono, że obligacje są emitowane na potrzeby funduszy własnych w rozumieniu CRR, oraz gdy wyemitowane obligacje zostały zaliczone do tych funduszy, wówczas przepisu art. 75 ust. 1 nie stosuje się. Oznacza to, że opcja *coupon deferral* nie może zostać dokonana, zanim KNF nie wyda decyzji o zaliczeniu obligacji wieczystych jako funduszy własnych na potrzeby CRR. Należy zauważyć, że przepisy art. 74 ust. 7 OblU i art. 75 ust. 4 OblU nie odwołują się jedynie do funduszy własnych AT1, lecz do wszelkich funduszy własnych w rozumieniu CRR. Zakres ten wydaje się zbyt szeroki. Po pierwsze, nawet obligacje wieczyste z opcją *coupon deferral* nie mogą zostać zakwalifikowane jako CET1. Z drugiej strony, przepisy CRR nie przewidują nakazu wyposażenia instrumentów T2 w opcję *coupon deferral*.

2.3.4. Przymusowa konwersja (umorzenie)

2.3.4.1. Regulacja w prawie europejskim

Atrybut ten stanowi najbardziej spektakularną innowację CRR. Zawodność instrumentów hybrydowych Basel II nie doprowadziła do przyjęcia rozwiązania najdalej idącego, tj. całkowitego ich zastąpienia instrumentami CET1 na potrzeby kapitału regulacyjnego³⁵. Rozwiązanie to zostało bowiem uznane za zbyt zwiększające koszty finansowania banków. Jednak zauważono, że w sytuacji kryzysowej żaden instrument finansowy nie absorbuje strat równie skutecznie jak akcje zwykłe (i inne składniki CET1). Z powyższych względów zaproponowano nowy instrument hybrydowy, który w normalnych okolicznościach stanowiłby dług podporządkowany, zaś w sytuacji kryzysowej ulegał przekształceniu (konwersji) właśnie w instrument CET1³⁶. Zgodnie z przepisem art. 52 ust. 1 lit. (n) CRR, warunki emisji instrumentu AT1 muszą przewidywać trwałe lub tymczasowe

³⁵ Koncepcja ta została zaprezentowana w A. Anat, P. De Marzo, M. Helwig, P. Piederer, *Fallacies, Irrelevant Facts and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive*, Stanford University Working Paper no 2065, 22 października 2013.

³⁶ Por. M.J. Flannery, E. Perotti, *CoCo Design as a Risk Preventing Tool*, Vox, 9 lutego 2011; S. Avdjiev, A. Kartasheva, B. Bogdanova, *CoCos: A Primer (BIS Primer)*, wrzesień 2013, s. 43–49.

umorzenie (odpis) jego kwoty głównej lub zamianę na instrument CET1 – wraz z wystąpieniem zdarzenia inicjującego (*trigger event*). Pojęcie to jest ściśle określone w przepisie art. 54 ust. 1 CRR jako spadek *capital ratio* poniżej współczynnika 5,125% lub innego (wyższego) współczynnika określonego w warunkach emisji. *Capital ratio trigger* zalicza się do tzw. regulacyjnego zdarzenia inicjującego (*regulatory trigger*), ponieważ współczynnik wypłacalności jest kwartalnie raportowany w sprawozdawczości nadzorczej. Sparametryzowanie i odwołanie do zdarzeń przeszłych upodabnia *regulatory trigger* do rachunkowego zdarzenia inicjującego (*accounting trigger*), różnica jest taka, że ten drugi jest wykazywany na podstawie wskaźników ze sprawozdania finansowego. Z uwagi na podobieństwa niekiedy nie dokonuje się takiego rozróżnienia i po prostu traktuje się *trigger* CoCo jako *accounting trigger*. Trzecia zasadnicza grupa zdarzeń, które mogą być uznane za inicjujące przymusową zamianę lub umorzenie to tzw. rynkowe, przede wszystkim wiążące się z obserwacją rynkowych cen akcji emitenta³⁷.

Niezależnie od obligatoryjnego, określonego w art. 54 ust. 1 CRR zdarzenia inicjującego przymusową konwersję (umorzenie), warunki emisji mogą określać również i inne zdarzenia inicjujące, jak np.:

- spadek *capital ratio* grupy kapitałowej emitenta poniżej określonego współczynnika³⁸, lub
- znalezienie się emitenta na skraju niewypłacalności, stwierdzone przez właściwy organ nadzoru (*Point of Non-Viability*, PONV)³⁹.

Takie instrumenty finansowe określa się wówczas mianem „*double trigger* CoCos”. Szczególne znaczenie dla tematu niniejszego opracowania posiada koncepcja PONV: zdarzeniem inicjującym konwersję (lub umorzenie) instrumentu AT1 jest wówczas stwierdzenie przez właściwy organ nadzoru, że instytucja znajduje się na skraju niewypłacalności⁴⁰. Oznacza to przyznanie organom nadzoru daleko idącej swobody. Z jednej strony wskazuje się, że zdarzenie inicjujące PONV ma pewne przewagi nad „rachunkowym” zdarzeniem inicjującym lub zdarzeniem inicjującym opartym na wartości rynkowej akcji emitenta (które są podatne na spekulację i manipulację). Z drugiej jednak strony, PONV przeczy założeniom instrumentu CoCo: zdarzenie inicjujące absorpcję strat nie jest oparte na

³⁷ Szerzej na temat różnych propozycji *trigger event* por. M. Liberadzki, K. Liberadzki, *Konstrukcja, zasady emisji...*, op.cit., s. 39–43; A. Cahn, P. Kenadrijan, w: D. Busch, G. Ferrarini, *European Banking...*, op.cit., s. 223–226.

³⁸ W istocie jest to najpopularniejsze rozwiązanie, por np: AT1 CoCo wyemitowany przez BNP Paribas, ISIN XS1247508903.

³⁹ Mechanizm ten wywodzi się z postanowienia § 55(ii) Basel III, por. A. Cahn, P. Kenadrijan, w: D. Busch, G. Ferrarini, *European Banking...*, op.cit., s. 231. Na podstawie prawa krajowego, wszystkie szwajcarskie banki zostały zobligowane do zawarcia takiego mechanizmu w warunkach emisji AT1 CoCos. Por. np. instrument wyemitowany przez Credit Suisse Group, ISIN XS0989394589.

⁴⁰ Szerzej na ten temat por. Rozdział II.3.2.

kontraktowym i obiektywnym mechanizmie. Istnienie takiego mechanizmu pozwala, na podstawie publikowanych danych finansowych, oceniać, o ile współczynnik kapitałowy emitenta jest wyższy niż wartość, której osiągnięcie będzie skutkowało zajściem zdarzenia inicjującego konwersję lub umorzenie instrumentu (*distance to trigger*). W przypadku zdarzenia inicjującego PONV trudno jest oszacować prawdopodobieństwo zajścia zdarzenia inicjującego, co utrudnia też wycenę instrumentu AT1 czy też zabezpieczenie ryzyka z nim związanego (*hedging*)⁴¹.

W związku z powyższym, wszystkie instrumenty zaliczane do AT1 emitowane przez banki z siedzibą na terenie Unii Europejskiej, muszą stanowić instrumenty CoCos⁴². W tym zakresie CRR odstępuje od zasad Basel III, które wymagają określenia zdarzenia inicjującego przymusową zamianę lub umorzenia tylko wówczas, jeśli instrument AT1 ma zostać zakwalifikowany jako składnik zobowiązań. Pozwala to np. bankom z siedzibą na terenie USA na emisję instrumentów finansowych pozbawionych właściwości CoCos, które mimo to są zaliczane do kapitałów własnych, posiadających podobne cechy do poprzednich instrumentów Tier 1, takich jak akcje uprzywilejowane (*non-cumulative preferred shares*). A zatem *preferreds* zaliczane do kapitału AT1 emitowane przez banki USA absorbują straty wyłącznie na zasadzie *gone-concern*. Instrumenty AT1 zarówno emitentów europejskich, jak i amerykańskich wykazują się cechą '*non-cumulative coupon deferral*', przy czym banki europejskie dodatkowo ograniczone są wymogiem MDA i ADI, oraz zakazem emisji instrumentów z klauzulą *dividend stopper*. Ponadto występują różnice ze względu na ujęcie podatkowe: zasadniczo kupony AT1 CoCos emitentów europejskich stanowią koszt podatkowy (choć może to ulec zmianie po ostatnich komunikatach Komisji Europejskiej dotyczących Holandii)⁴³, podczas gdy akcje uprzywilejowane banków amerykańskich nie korzystają z takich odpisów jako składnik *equity*.

CoCos emitowane w reżimie CRD IV, dzielą się przede wszystkim ze względu na postać mechanizmu absorpcji strat w momencie wystąpienia zdarzenia inicjującego:

- 1) przymusową zamianę instrumentu hybrydowego na akcje – są to instrumenty CoCos sensu stricto, zwane potocznie '*Conversion to Equity CoCos*' lub '*CE CoCos*'; oraz
- 2) przymusowe umorzenie instrumentu hybrydowego – rozwiązanie to zostało zaproponowane z myślą o bankach, których akcje nie są dopuszczone do zorganizowanego

⁴¹A. Cahn, P. Kenadijan, w: D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking...*, op.cit., s. 222, 225–226.

⁴² Na temat CoCos zaliczanych do Tier 2 por. pkt 2.4.

⁴³ Por. Rozdział I.2.3.5.

obrotu instrumentami finansowymi⁴⁴. Choć konstrukcja tych instrumentów nie zawiera jakiegokolwiek konwersji, to instrument ten przyczynia się do absorpcji strat banków. Z tego względu instrumenty te określa się jako *‘Principal Write Down CoCos’* lub *‘PWD CoCos’*.

W rezultacie dokonanej konwersji kwota kapitału podstawowego Tier 1 wzrośnie o kwotę zamienianych instrumentów AT1. Zamiana obligacji musi skutkować zwiększeniem kapitału zakładowego. Jednocześnie jeżeli w wyniku przymusowej zamiany współczynnik kapitału Tier 1 spadnie poniżej minimalnego poziomu 6%⁴⁵, to instytucja będzie musiała wyemitować nowe instrumenty AT1 w celu zastąpienia tych konwertowanych. Warunki emisji AT1 CE CoCos będą musiały zawierać dalsze szczegółowe informacje, tj. współczynnik zamiany instrumentu AT1 na instrument CET1 oraz limit dozwolonej kwoty zamiany, a także zakres, w jakim taka zamiana jest dozwolona (art. 54 ust. 1 lit. (c) CRR). Współczynnik zamiany ma kluczowe znaczenie, gdyż w istocie określa, kto poniesie większe straty w momencie konwersji: czy będą to przede wszystkim posiadacze instrumentów AT1, czy też posiadacze instrumentów CET1. W przypadku określenia współczynnika konwersji z góry, opierając się na wartości akcji w dniu emisji instrumentów AT1, to ich posiadacze poniosą główny ciężar strat: w momencie konwersji wartość rynkowa akcji będzie z pewnością niższa. Z tego powodu bank może oferować w zamian wyższy kupon. Przyjęcie mechanizmu konwersji po cenie rynkowej akcji w dniu konwersji (niekoniecznie równej wartości nominalnej obligacji) doprowadziłoby natomiast do poniesienia strat przez akcjonariuszy, których prawa udziałowe uległyby większemu „rozwodnieniu”⁴⁶. W drugim przypadku trudno w zasadzie byłoby mówić o absorpcji strat przez posiadaczy instrumentów AT1 w momencie wystąpienia zdarzenia inicjującego konwersję. Wartość instrumentów CET1, na które zostałyby zamienione CoCos byłaby bowiem taka sama jak wartość CoCos przed konwersją. W takim wypadku oczywiście kupon obligacji mógłby być odpowiednio niższy.

W ujęciu technicznym, przymusowa zamiana instrumentu AT1 oznacza podwyższenie kapitału zakładowego emitenta, przy czym akcje (CET1) zostają objęte w zamian za wkład w postaci wierzytelności posiadacza instrumentu AT1, podobnie jak ma to miejsce w przypadku warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego spółki akcyjnej w drodze

⁴⁴ *Addressing “Too Big To Fail”: the Swiss FIFA Policy*, Swiss Financial Markets Authority, 23 czerwca 2011, s. 12. Współcześnie również i banki, których akcje są dopuszczone do zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi emitują na potrzeby AT1 instrumenty hybrydowe ulegające przymusowemu umorzeniu.

⁴⁵ Por. art. 92 ust. 1 lit. b) rozporządzenia CRR.

⁴⁶ A. Cahn, P. Kenadijan, w: D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking...*, op.cit., s. 227.

zamiany obligacji na akcje⁴⁷. Przymusowa zamiana nieuwzględniająca prawa poboru, będzie miała wpływ na strukturę własności spółki poprzez rozwodnienie praw innych akcjonariuszy. Jednak tak być nie musi, albowiem EBA w swoim raporcie z 20 lipca 2018 roku o instrumentach AT1 instytucji europejskich⁴⁸ zezwala na klauzule umożliwiające dotychczasowym akcjonariuszom pierwszeństwo w objęciu akcji wykreowanych w wyniku przymusowej konwersji w zamian za gotówkę zapłaconą posiadaczom instrumentów AT1. Co prawda, jak zaznacza EBA, wyłączony zostaje w ten sposób mechanizm dyscyplinujący akcjonariuszy w postaci ryzyka rozwodnienia praw udziałowych, ale i tak osiąga się cel poprawy kapitalizacji instytucji w drodze zwiększenia CET1⁴⁹. Innym sposobem konwersji instrumentów AT1 (zarówno obligacji hybrydowych, jak i akcji uprzywilejowanych) bez rozwodnienia prawa głosu jest zamiana na pozbawione prawa głosu akcje uprzywilejowane, które nie są uprzywilejowane w zakresie prawa do zaspokojenia się z majątku spółki-emitenta. Takie akcje są dopuszczalne w niektórych jurysdykcjach jako zaliczane do instrumentów CET1⁵⁰.

Odpis obniżający wartość nominalną PWD CoCos skutkuje natomiast powstaniem pozycji bilansu, kwalifikowanej zgodnie z odpowiednimi standardami rachunkowości jako CET1 (54 ust. 2 CRR). Zgodnie z przepisem art. 54 ust. 1 lit. (d) CRR, odpis ten będzie skutkował zarówno obniżeniem wartości nominalnej instrumentu AT1, jak i proporcjonalnym obniżeniem wartości należnego kuponu a także proporcjonalnym obniżeniem ceny instrumentu w razie jego ewentualnego wcześniejszego wykupu lub umorzenia przez emitenta. Przymusowe umorzenie (*write-down*) może przybrać różne formy:

- 1) całkowite lub częściowe (*partial write-down*) – w drugim wypadku szczególnego znaczenia nabiera przywołana norma wyrażona w przepisie art. 54 ust. 1 lit. (d) CRR;
- 2) definitywne (*permanent*) lub tymczasowe (*write-down with write-up*) – w drugim wypadku emitent zobowiązuje się do ponownego podwyższenia umorzonej części wartości nominalnej instrumentu PWD CoCos, kiedy tylko będzie to możliwe z punktu widzenia adekwatności kapitałowej. Przepisy CRR nie zawierają żadnej wzmianki o odpisie tymczasowym, wyraźnie uznając wymagany odpis za permanentny (tak jak

⁴⁷ Na podstawie przepisu art. 54 ust. 6 i 7 CRR obowiązkiem emitenta jest zapewnienie, aby jego kapitał zakładowy był cały czas wystarczający do celów zamiany instrumentów AT1 na akcje, aby wszelkie niezbędne zezwolenia były uzyskane już w terminie emisji tych instrumentów oraz brak przeszkód proceduralnych do zamiany na mocy swoich dokumentów założycielskich lub statutowych lub innych postanowień umownych.

⁴⁸ Por. *Report on the monitoring of Additional Tier 1 (AT1) instruments of European Union (EU) institutions – third update*, European Banking Authority, 20 lipca 2018, <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/2087449/AT1+report+Q2+2018+update.pdf> (data dostępu: 30.09.2018).

⁴⁹ Ibidem, s. 12–13.

⁵⁰ Por. *Updated CET1 list-Q3*, European Banking Authority, 2018.

i konwersję). Od stycznia 2014 roku regulacyjne standardy techniczne dopuszczają jednak umorzenie tymczasowe, o ile spełnione zostają warunki określone w przepisie art. 21 ust. 2 rozporządzenia (UE) nr 241/2014. Z powołanego przypisu wynika m.in., że postanowienia o podwyższeniu wartości umorzonych uprzednio AT1 (tzw. *write-up*) dokonywane są według wyłącznego uznania instytucji kredytowej, przy czym ich wykonanie opiera się na osiągniętych zyskach i są proporcjonalne względem wszystkich CoCos podlegających odpisowi tymczasowemu;

- 3) *staggered write-down* – jest to szczególna postać mechanizmu częściowego umorzenia, zastosowana po raz pierwszy w 2012 roku przez szwajcarski Zürcher Kantonalbank⁵¹. Warunki emisji instrumentu finansowego nie wskazują w tym wypadku części podlegającej przymusowemu umorzeniu, lecz sposób jej obliczenia: wartość potrzebną do odzyskania pożądanej wartości *capital ratio*, w zaokrągleniu do 25% wartości nominalnej instrumentu finansowego⁵². Absorpcja strat polega zatem na redukcji wartości PWD CoCos dokonanej w sposób elastyczny i dopasowany do sytuacji kapitałowej emitenta. Porównując taki instrument do obligacji przewidującej częściowe umorzenie (50%) należy dojść do wniosku, że mechanizm *staggered write-down* może okazać się dla inwestora zarówno bardziej korzystny (wówczas, gdy absorpcja strat poniesie ze sobą umorzenie jedynie 25% wartości instrumentu), jak i mniej korzystny (w przypadku umorzenia 75% lub nawet 100% wartości instrumentu) czy posiadający taki sam skutek (w przypadku umorzenia dokładnie 50% wartości instrumentu). Niewątpliwie jednak mechanizm ten stanowi innowację pozwalającą precyzyjnie skalibrować straty inwestorów względem kapitałowego niedoboru emitenta.

Przepis art. 22 Rozporządzenia (UE) nr 241/2014 określa procedury i terminy służące stwierdzeniu wystąpienia zdarzenia inicjującego. Właściwy organ emitenta (z reguły jest to zarząd) niezwłocznie stwierdza, że wystąpiło zdarzenie inicjujące i pojawia się nieodwołalny obowiązek dokonania odpisu obniżającego wartość instrumentu AT1 lub jego konwersji⁵³. Instytucja niezwłocznie informuje właściwe organy⁵⁴. Należy też poinformować posiadaczy instrumentów AT1⁵⁵. Kwotę podlegającą odpisowi obniżającemu wartość lub zamianie ustala się możliwie najszybciej i nie później niż po upływie miesiąca od daty stwierdzenia wystąpienia zdarzenia inicjującego⁵⁶. Właściwy organ może jednak zażądać skrócenia

⁵¹ ISIN CH0143808332.

⁵² J. de Spiegeleer, W. Schoutens, C. van Hulle, *The Handbook...*, op.cit., s. 82.

⁵³ Art. 22 ust.1 rozporządzenia (UE) nr 241/2014.

⁵⁴ Por. art. 54 ust.5 lit. a) CRR.

⁵⁵ Por. art. 54 ust.5 lit. b) CRR.

⁵⁶ Art. 22 ust. 2 rozporządzenia (UE) nr 241/2014.

maksymalnego okresu jednego miesiąca, jeżeli uzna kwotę podlegającą zamianie lub odpisowi obniżającemu wartość za wystarczająco pewną lub jeżeli uzna, że konieczne jest natychmiastowe dokonanie zamiany lub odpisu obniżającego wartość⁵⁷. Należy przy tym pamiętać, że zasadnicze ramy czasowe określa CRR, nakładając obowiązek dokonania odpisu wartości nominalnej instrumentu AT1 lub jego konwersji w sposób bezzwłoczny i niepóźniejszego niż w terminie jednego miesiąca od „wystąpienia” zdarzenia inicjującego umorzenie lub konwersję⁵⁸.

2.3.4.2. Regulacja w prawie polskim

Wraz z implementacją BRRD do polskiego porządku prawnego wprowadzono również przepis art. 130a ustawy Prawo bankowe⁵⁹ (dalej: PrBank). Przepis ten zawiera definicję legalną (tzw. „definicję nawiasową”) obligacji przymusowo zamiennych. Zgodnie z powołanym przepisem, uchwała o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego banku może zostać podjęta w celu dokonania konwersji zobowiązań banku z instrumentów finansowych, które przewidują konwersję zobowiązania na akcje w przypadku zdarzenia powiązanego z sytuacją finansową, wypłacalnością, pozycją kapitałową lub poziomem funduszy własnych, na kapitał zakładowy. Tym samym przepis ten wprowadza ramy prawne dla emisji CE CoCos, a więc instrumentów finansowych posiadających jedną z form absorpcji strat przewidzianą w przepisie art. 52 ust. 1 lit n) CRR. Niemożliwa jest natomiast nadal emisja obligacji podlegających warunkowemu umorzeniu (PWD CoCos), gdyż przepis art. 74 ust. 1 OblU stanowi, że obligacje podlegają umorzeniu z chwilą wykupu przez emitenta. Równocześnie brak jest przepisu szczególnego, który wprowadzałby szczególną możliwość umorzenia obligacji ze względu na wystąpienie zdarzenia, o którym mowa w przepisie art. 130a PrBank. Tym bardziej nie jest zatem możliwa emisja obligacji podlegających warunkowemu umorzeniu, które następnie – w razie ustąpienia warunków umorzenia, tj. poprawy sytuacji finansowej emitenta mierzonej współczynnikiem kapitału do wartości aktywów ważonych ryzykiem (*capital ratio*) – odzyskiwałyby wartość. Instrumenty te zyskują coraz większą popularność, m.in. z tego względu, że instrumenty podlegające przymusowemu umorzeniu, a nie przymusowej zamianie na akcje, są dostępne dla znacznie większej liczby inwestorów instytucjonalnych. Często zdarza się bowiem, że polityka inwestycyjna takich inwestorów kategorycznie zabrania im inwestowania nie tylko w akcje, ale również i we wszelkie instrumenty zamienne na akcje.

⁵⁷ Art. 22 ust. 3 rozporządzenia (UE) nr 241/2014.

⁵⁸ Por. Por. art. 54 ust.5 lit. c) CRR

⁵⁹ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (j.t. DzU 2017, poz. 1876).

Parametry wybranych emisji AT1 CoCos europejskich banków przedstawiono w tabeli 1.

2.3.5. Rekapitalizacja banków za pomocą umorzenia lub konwersji instrumentów AT1

2.3.5.1. *Distance to trigger*

Ponieważ CRR wyraźnie parametryzuje zdarzenie inicjujące przymusowe umorzenie lub konwersję, to podstawowa metryka z punktu widzenia tej najważniejszej właściwości AT1 CoCos polega na określeniu różnicy pomiędzy wykazywanym przez bank współczynnikiem CET1 a umownym poziomem poprzeczki w wysokości 5,125% albo 7% (tzw. *distance to trigger*). Na rysunku 5 pokazano poziom *distance to trigger* dla 43 głównych europejskich banków na koniec 2017 roku. Wyraźnie widać, że w przypadku głównych emitentów CoCos zajście zdarzenia inicjującego wydaje się mało prawdopodobne. Z wyjątkiem Nationwide Building Society, który wykazał najwyższy poziom współczynnika CET1 względem stanu docelowego (*fully loaded*) równy 30,49%, to banki państw nordyckich mają najwyższą procentowo odległość od zdarzenia inicjującego. To jednak ulegnie zmianie do końca 2018 roku z powodu wzrostu wag ryzyka dla kredytów hipotecznych w portfelach szwedzkich banków. Najniższy współczynniki kapitałowy w badanej grupie wykazuje Santander (10,84%), ale w ujęciu kwotowym *distance to trigger* wynosił aż ok. 42 mld EUR.

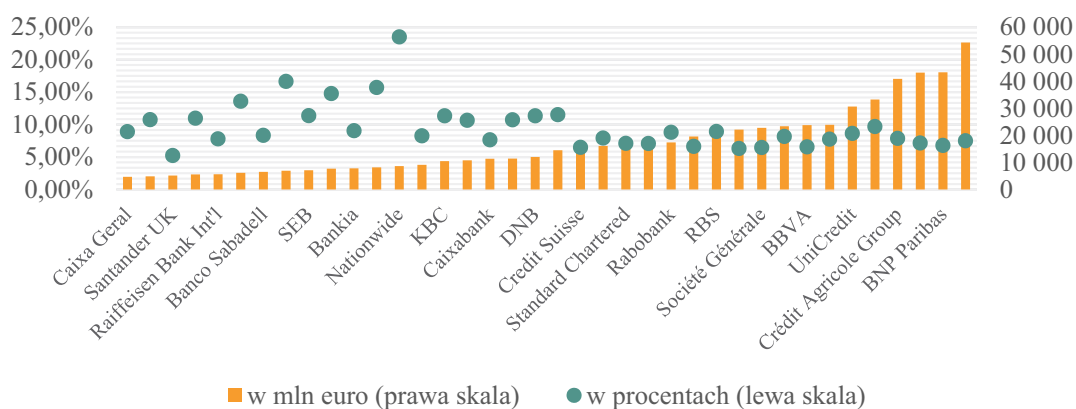
Tabela 1. Parametry wybranych emisji AT1 CoCos

Bank	Coupon	Crncy	Amount mn	Issue Date	First Call	Subsequent calls	Conversion/ Write-down	Write-down terms Partial/Full	Temp/Perm	Trigger 1 Entity	CET1	Trigger 2 Entity	CET1
Erste Group Bank	6,500%	EUR	500	5-Apr-17	15-Apr-24	Semi-annual	Write-down	Partial	Temp	Group	5,125%	Bank	5,125%
Raiffeisen Bank International	4,500%	EUR	500	17-Jan-18	15-Jun-25	Semi-annual	Write-down	Partial	Temp	Group	5,125%	Bank	5,125%
Belfius Bank	3,625%	EUR	500	25-Jan-18	16-Apr-25	Semi-annual	Write-down	Partial	Temp	Bank (cons)	5,125%	Bank (solo)	5,125%
Danske Bank	6,125%	USD	750	21-Mar-17	28-Mar-24	Semi-annual	Conversion	Partial	Temp	Group	7,000%	Bank	7,000%
BNP Paribas	6,750%	USD	750	7-Dec-16	14-Mar-22	5 years	Write-down	Partial	Temp	Group	5,125%	Bank	5,125%
Crédit Agricole	8,125%	USD	1 250	12-Jan-16	23-Dec-25	5 years	Write-down	Partial	Temp	CA Group	7,000%	CA SA	5,125%
Société Générale	6,500%	EUR	1 000	1-Apr-16	23-Jun-21	5 years	Write-down	Partial	Temp	CA Group	7,000%	CA SA	5,125%
Société Générale	6,750%	USD	1 250	4-Apr-18	6-Apr-28	Semi-annual	Write-down	Partial	Temp	Group	5,125%	Bank	5,125%
Deutsche Bank	7,125%	GBP	650	25-May-14	30-Apr-26	5 years	Write-down	Partial	Temp	Group	5,125%	Bank	5,125%
Deutsche Bank	6,000%	EUR	1 750	20-May-14	30-Apr-22	5 years	Write-down	Partial	Temp	Group	5,125%	Bank	5,125%
Deutsche Bank	6,250%	USD	1 250	20-May-14	30-Apr-20	5 years	Write-down	Partial	Temp	Group	5,125%	Bank	5,125%
Allied Irish Banks	7,375%	EUR	500	26-Nov-15	3-Dec-20	Semi-annual	Write-down	Partial	Temp	Group	7,000%	Bank	7,000%
Intesa Sanpaolo	7,750%	EUR	1 250	4-Jan-17	11-Jan-27	Quarterly	Write-down	Partial	Temp	Group	5,125%	Bank	5,125%
UniCredit	6,625%	EUR	1 250	15-May-17	3-Jun-23	Semi-annual	Write-down	Partial	Temp	Group	5,125%	Bank	5,125%
ABN AMRO Bank	4,750%	EUR	1 000	27-Sep-17	22-Sep-27	Semi-annual	Write-down	Partial	Temp	Group	7,000%	Bank	5,125%
ING Groep	6,875%	USD	1 000	16-Nov-16	16-Apr-22	5 years	Conversion	Partial	Temp	Group	7,000%	Bank	5,125%
Rabobank	6,625%	EUR	1 250	19-Apr-16	29-Jun-21	Semi-annual	Write-down	Partial	Temp	Group	7,000%	Bank	5,125%
DNB Bank	3mN + 5,25%	NOK	1 400	16-Jun-16	27-Jun-21	Quarterly	Write-down	Partial	Temp	Group	5,125%	Bank Group	5,125%
Caixa Geral de Depositos	10,750%	EUR	500	23-Mar-17	30-Mar-22	Quarterly	Write-down	Partial	Temp	Group	5,125%	Bank	5,125%
BBVA	6,125%	USD	1 000	8-Nov-17	16-Nov-27	Anytime	Conversion	Partial	Temp	Group	5,125%	Bank	5,125%
Santander	6,375%	USD	1 500	8-May-14	19-May-19	Anytime	Conversion	Partial	Temp	Group	5,125%	Bank	5,125%
Norddea Bank	3mS + 3,10%	SEK	2 250	5-Mar-15	12-Mar-20	Quarterly	Write-down	Partial	Temp	Group	8,000%	Bank	5,125%
Svenska Handelsbanken	5,250%	USD	1 200	18-Feb-15	1-Mar-21	5 years	Write-down	Partial	Temp	Group	8,000%	Bank	5,125%
Swedbank	6,000%	USD	500	9-Dec-16	17-Mar-22	5 years	Conversion	Partial	Temp	Group	8,000%	Bank	5,125%
Credit Suisse Group	7,500%	USD	2 250	11-Dec-13	11-Dec-23	5 years	Write-down	Full	Perm	Group	5,125%	Bank	5,125%
Credit Suisse Group	3,875%	CHF	200	15-Mar-17	22-Sep-23	5 years	Write-down	Full	Perm	Group	7,000%	Bank	5,125%
UBS Group	5,000%	USD	2 000	24-Jan-18	31-Jan-23	Annual	Write-down	Full	Perm	Group	7,000%	Bank	5,125%
Zürcher Kantonalbank	2,125%	CHF	750	15-Jun-17	30-Oct-23	Annual	Write-down	Full	Perm	Group	7,000%	Bank	5,125%
Barclays	5,875%	GBP	1 250	3-Aug-17	15-Sep-24	5 years	Conversion	Full	Perm	Group	7,000%	Bank	5,125%
Barclays	8,000%	EUR	1 000	10-Dec-13	15-Dec-20	5 years	Conversion	Full	Perm	Group	7,000%	Bank	5,125%
HSBC Holdings	4,750%	EUR	1 250	27-Jun-17	4-Jul-29	5 years	Conversion	Full	Perm	Group	7,000%	Bank	5,125%
Lloyds Bkg Group	7,875%	GBP	750	20-Mar-14	27-Jun-29	5 years	Conversion	Full	Perm	Group	7,000%	Bank	5,125%
Royal Bank of Scotl. Group	8,625%	USD	2 650	8-Aug-16	15-Aug-21	5 years	Conversion	Full	Perm	Group	7,000%	Bank	5,125%
Santander UK Group Hold.	6,750%	GBP	500	30-Mar-17	24-Jun-24	5 years	Write-down	Full	Perm	Group	7,000%	Bank	5,125%

Objaśnienia: 3mN – 3 month NIBOR; 3mS – 3 month STIBOR.

Źródło: CreditSights

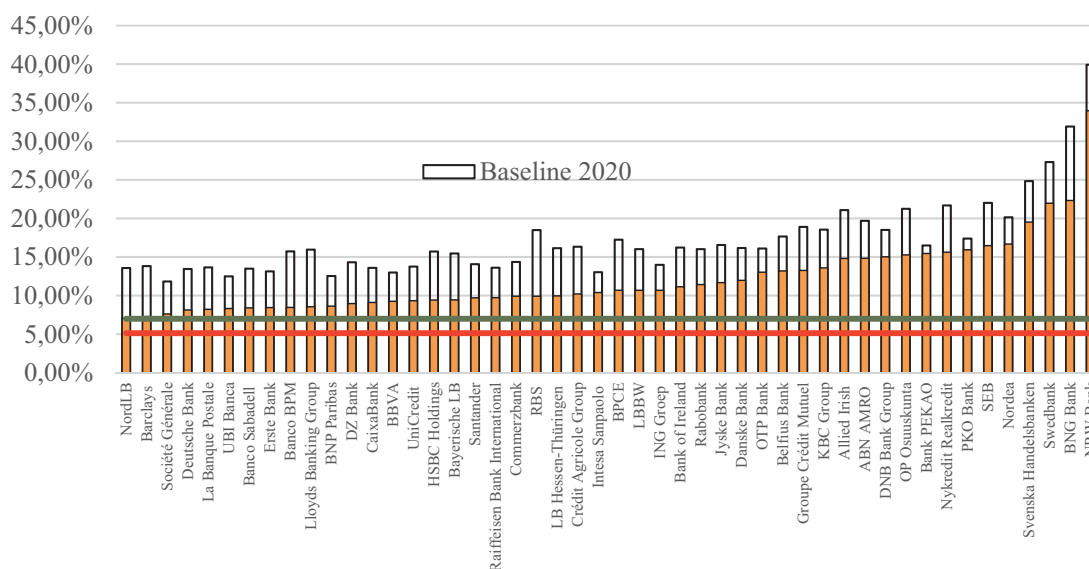
Rysunek 5. Distance to trigger największych banków Europy Zachodniej (w ujęciu bezwzględnym oraz jako procent RWA, stan na koniec 2017 roku)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych CreditSights.

W dniu 2 listopada 2018 roku EBA opublikował rezultaty stress-testu obejmującego 48 banków z 15 państw członkowskich EOG, których sumy bilansowe stanowią 70% aktywów ogółem sektora bankowego UE. Z punktu widzenia niniejszego opracowania istotne jest, że ze scenariusza *adverse* dla 2020 roku żaden z analizowanych banków nie wykazał się współczynnikiem CET1 poniżej 7% (rysunek 6). Najgorzej wypadł niemiecki Norddeutsche Landesbank (7,07%) opisywany wcześniej ze względu na wchłonięcie Bremer Landesbank, pierwszego emitenta CoCos, który anulował płatności kuponowe (patrz 2.3.3.3).

Rysunek 6. Współczynniki CET1: (fully loaded) w stress-teście EBA w roku 2018 w scenariuszach bazowym oraz *adverse* dla 2020 roku



Źródło: opracowanie własne.

Co istotne, w stress – teście z 2018 roku EBA uwzględniła wpływ implementacji międzynarodowy standardu sprawozdawczości finansowej (IFRS 9 „instrumenty finansowe”) na współczynnik CET1 badanych banków.

2.3.5.2. Podsumowanie

Takie, a nie inne wyznaczenie przez CRR poziomu poprzeczki dla ułamka CET1/RWA dla *trigger event* CoCos (5,125%) oraz przez praktykę rynkową (7% w przypadku *high trigger* CoCos) powoduje, że przy obecnym poziomie kapitalizacji banków wystąpienie zdarzenia inicjującego automatyczną rekapitalizację banku za pomocą CoCos jest mało prawdopodobne. Ocena takiego stanu rzeczy może być dwojaka: (i) banki są w dobrej kondycji finansowej, lub (ii) poprzeczki, zwłaszcza 5,125%, ustawione są za nisko. Ten wątek leży u podstaw niniejszego opracowania i zostanie podjęty oraz rozwinięty w dalszej jego części, po uwzględnieniu (i próbie sparametryzowania) zdarzeń inicjujących proces przymusowej restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banku. Z tego punktu widzenia można dokonać podziału na *trigger* CoCo kontraktowy (wynikający z CRR) i *resolution trigger* wynikający z przepisów dyrektywy BRRD, opisywany w rozdziale trzecim. Dopiero całościowe ujęcie zagadnienia, w kontekście pozostałych, dokładnie określonych (tak jak tylko się da) poprzeczek pozwoli pogłębić wnioski co do mechanizmu przymusowej zamiany lub umorzenia instrumentów AT1. W obecnej sytuacji rynkowej posiadacze CoCos zwracają uwagę przede wszystkim na ryzyko niezapłacenia kuponu⁶⁰ i niewykonania opcji *call* przez emitenta⁶¹.

2.3.5.3. Koszt kapitału banku

Instrumenty CoCos zaliczane są do klasy hybrydowych papierów wartościowych, ponieważ trudno je jednoznacznie przyporządkować do klasy instrumentów dłużnych czy instrumentów kapitałowych⁶². „Hybrydowość” instrumentów CoCos przejawia się przede wszystkim w tym, że w toku normalnej działalności emitenta papiery przyjmują cechy długu (można je zasadniczo przyrównywać do obligacji kuponowych typu *perpetual callable*), natomiast w sytuacji trudności finansowych emitenta, instrument ten nabiera cech kapitału własnego, takich jak uznaniowe niedokonanie wypłat posiadaczom, czy wręcz staje się akcją

⁶⁰ Por. pkt 2.3.3.

⁶¹ Por. pkt 2.3.2.

⁶² Więcej o hybrydowych papierach wartościowych: M. Liberadzki, K. Liberadzki, *Konstrukcja, zasady emisji...*, op.cit.

zwykłą w przypadku zajścia zdarzenia inicjującego. Tym samym w jednym papierze wartościowym zostały skumulowane cechy długu (stałe płatności kuponowe, gdy emitent jest w dobrej sytuacji i uprzywilejowanie względem kapitału własnego) z zaletami *equity*: elastycznością finansowania oraz zdolnością pochłaniania strat. Przy tym papiery te pozbawione są istotnej „niedogodności” z punktu widzenia emitentów instrumentów *equity*, mianowicie konieczności przyznania ich posiadaczom uprawnień korporacyjnych z prawem głosu na czele. Wydaje się zatem, że z punktu widzenia czystych charakterystyk instrumentu, jest on dogodny dla emitenta, zwłaszcza w postaci PWD CoCos.

Jednak ostatecznym kryterium decyzji o emisji tego instrumentu, obok kwestii wypełnienia wymogów kapitałowych, będzie stanowił koszt pozyskania finansowania poprzez instrumenty AT1 CoCos. Porównując CoCos do składników zobowiązań, a więc obligacji nadrzędnych lub podporządkowanych Tier 2, od razu można zauważyć, że AT1 CoCos stanowią najdroższy składnik zobowiązań banku. Jest tak oczywiście z uwagi na ich głębokie podporządkowanie, ryzyko niewykonania opcji *call* emitenta, ryzyko niezapłacenia kuponu i wreszcie ryzyko przymusowej *zamiany/write-down*. Te ryzyka muszą być pokryte odpowiednio wysokim kuponem (rysunek 7).

Z uwagi na powyższe, należy zadać sobie pytanie, czy wyższe koszty banku, związane z wysokimi kuponami AT1 CoCos, są równoważone przez mniejsze ryzyko niewypłacalności banku dzięki mechanizmowi automatycznej rekaptalizacji banku, wbudowanym w CoCos? P. Jaworski, K. Liberadzki i M. Liberadzki wykazali, że instrumenty CoCos, przy spełnieniu określonych warunków, poprawiają wypłacalność emitenta w porównaniu z sytuacją, w której instytucja finansowa emituje zwykłe obligacje nadrzędne (*straight senior unsecured bonds*) niezależnie od wielkości emisji instrumentów CoCo⁶³.

Ryzyko niewypłacalności emitenta mierzyli przy wykorzystaniu metody *Value at Risk* (VaR) i *Expected Shortfall* (ES). Autorzy udowodnili, że emitowanie CoCos ma sens wyłącznie wtedy, jeśli ich emisja jest ukształtowana tak, że prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia inicjującego przymusową zamianę albo *write-down* jest większe niż poziom istotności alfa przyjęty dla kalkulacji VaR i ES. Teoria obowiązuje przy pewnych warunkach ograniczających: dla przykładu spread (rozumiany jako różnica pomiędzy odsetkami jakie płaci instrument CoCo i obligacja zwykła) musi być mniejszy niż 100%, co jest warunkiem łatwo spełnianym (rysunek 8)⁶⁴.

⁶³ P. Jaworski, K. Liberadzki, M. Liberadzki, *How does issuing contingent convertible bonds improve bank's solvency? A Value-at-Risk and Expected Shortfall approach*, „Economic Modelling”, vol. 60, styczeń 2017.

⁶⁴ Ibidem.

Rysunek 7. Stopy zwrotu euroobligacji banku BBVA (wykres u góry) i Danske Bank (wykres dolny) denominowanych w EUR (na dzień 17 maja 2016 roku)



Stopy zwrotu wykazywane na podstawie konwencji Yield to Maturity (YTM). W przypadku obligacji zawierających opcję *call* emitenta, zastosowano stopę zwrotu YTC.

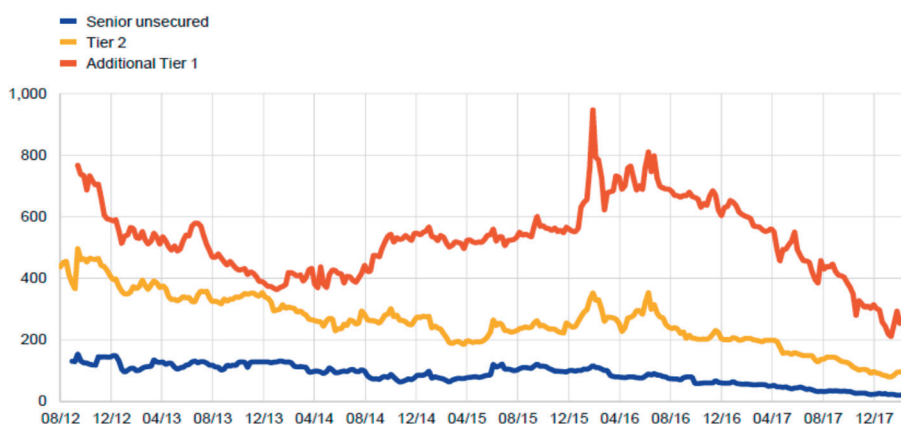
Źródło: P. Jaworski, K. Liberadzki, M. Liberadzki, *How does issuing contingent convertible bonds improve bank's solvency? A Value-at-Risk and Expected Shortfall approach*, „Economic Modelling”, vol. 60, styczeń 2017.

Z uwagi na uznawanie przez CRR instrumentów CoCos za składnik funduszy własnych banków, zasadniczo traktuje się AT1 CoCos jak alternatywę do finansowania się kapitałem CET1. AT1 CoCos uważa się za tańsze źródło finansowania niż instrumenty CET1 (określane są niekiedy jako „najtańsze *equity*”), chociaż nie ma badań jednoznacznie to potwierdzających⁶⁵. Przewaga wynikająca z podatkowego ujęcia kuponów CoCos jako kosztu, może zniknąć z uwagi na naciski Komisji Europejskiej dotyczące ich reklasyfikacji podatkowej w Holandii⁶⁶.

⁶⁵ *Monatsbericht...*, op.cit., s. 62.

⁶⁶ Por. Rozdział I.2.3.5.

Rysunek 8. Spready (w bp) wybranych klas obligacji dużych banków strefy euro (od sierpnia 2012 roku do marca 2018 roku)



Źródło: dane EBC.

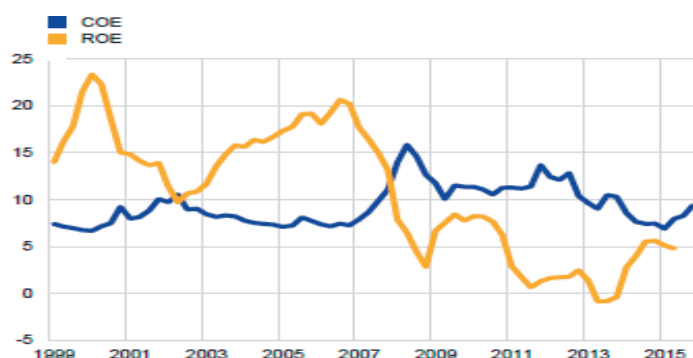
EBA szacuje rentowność kapitału własnego banków (*return on equity, ROE*), na około 6,1% na koniec 2017 roku⁶⁷. Tymczasem, jak wynika z danych EBA, rentowność AT1 CoCos kształtowała się w przedziale 5,4–5,6% w I kwartale 2018 roku, a więc trochę poniżej rentowności kapitału własnego. W ujęciu modelowym dane te są prawidłowe: CoCos płacą stały kupon i są uprzywilejowane względem składników kapitału własnego. Jednak w sytuacji wystąpienia *write-down* PWD CoCos, posiadacze tych instrumentów ponoszą wyłączne koszty sanacji instytucji, podczas gdy sytuacja akcjonariuszy wręcz się poprawia (instytucja staje się mniej zadłużona). W ujęciu kolejności absorpcji strat na zasadzie *going-concern* mamy więc do czynienia z paradoksem polegającym na podporządkowaniu PWD CoCos wobec akcji⁶⁸. Przepisy CRR dopuszczają również sytuację, w której emitent nie dokonuje płatności kuponów z CoCos na zasadzie swobodnego uznania, lub z powodu szczupłości ADI, jednocześnie wypłacając dywidendę (np. całość ADI przeznacza na wypłatę zysków akcjonariuszom), albowiem na gruncie CRR zabroniona jest klauzula *dividend – stopper*. To też wpisuje się w ramy swoistego „paradoksu podporządkowania”. Do tego, posiadacze CoCos nie mają prawa głosu, a więc środka wpływania na proces podejmowania decyzji w banku tak jak akcjonariusze. Jednocześnie na rzecz emisji CoCos przemawia ograniczona możliwość zwiększania kapitału zakładowego banków w drodze nowych emisji instrumentów CET1. Z jednej strony niechęć akcjonariuszy do rozwodnienia praw udziałowych, z drugiej ograniczona pojemność i płynność rynku. Emisja CoCos zamiast akcji

⁶⁷ *Risk Dashboard. Data as of Q4 2017*, European Banking Authority, www.eba.europa.eu

⁶⁸ W tym miejscu abstrahujemy od kolejności absorpcji strat wynikającej z decyzji organu *resolution*, będzie o tym mowa w Rozdziale III.

może przyczynić się do redukcji tzw. efektu Myersa–Majlufa. Tym bardziej, że jak wskazują badania EBA, koszt kapitału (*cost of equity*, CoE), rozumiany jako rentowność kapitału własnego, której oczekują inwestorzy⁶⁹, znajduje się permanentnie powyżej RoE od chwili rozpoczęcia ostatniego kryzysu finansowego (rysunek 9). To może wskazywać na przewartościowanie akcji. W obecnej sytuacji rynkowej trudno jest bankom zaoferować odpowiednio niższą cenę emisyjną nowych akcji chociażby ze względu na prawny zakaz ustalania ceny oferowanych papierów wartościowych poniżej ceny nominalnej. W Polsce właściciele banków są dodatkowo ograniczeni tzw. zobowiązaniami inwestorskimi co do minimalnego poziomu wolnodostępnych akcji w obrocie publicznym (*free float*) i polityką dywidendową ustalaną przez Komisję Nadzoru Finansowego. W takiej sytuacji CoCos zaliczane do kapitału dodatkowego Tier 1 mogą stanowić alternatywę dla CET1.

Rysunek 9. Koszt kapitału własnego banków w ujęciu COE a ROE (w %)



Źródło: dane EBA.

Trzecią, alternatywną wobec emisji instrumentów CET1 i AT1, formą poprawy wymogów kapitałowych banku stanowi sekurytyzacja syntetyczna⁷⁰. W myśl Rozporządzenia (UE) 2017/2402 sekurytyzacja syntetyczna oznacza sekurytyzację, w ramach której przeniesienie ryzyka odbywa się przy użyciu kredytowych instrumentów pochodnych lub gwarancji, a ekspozycje będące przedmiotem sekurytyzacji pozostają ekspozycjami jednostki inicjującej⁷¹. Obowiązujące przepisy CRR, jak i projekt CRR II nie przewidują, poza

⁶⁹ Wyznaczany na podstawie modelu CAPM, por. *Risk Assessment of the European Banking System*, European Banking Authority, grudzień 2016, s. 44–48.

⁷⁰ Autorzy nie traktują jako metody poprawy kapitalizacji banku przejście z podejścia standardowego ważenia aktywów ryzykiem do podejścia wykorzystującego modele wewnętrzne, chociaż może ono skutkować zmniejszeniem wykazywanych RWA, a więc poprawą współczynnika wypłacalności.

⁷¹ Art. 2 pkt 10, Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012.

wyjątkami, konieczności uzyskania zgody nadzoru na zastosowanie przez bank transakcji sekurytyzacji do celów obniżenia wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka kredytowego. Co najwyżej, nadzór może w toku swych działań przeprowadzić analizę poprawności zastosowania przepisów przez bank i ewentualnie nakazać korektę, w przypadku nieprawidłowej interpretacji dokonanej przez bank. Trudno o dokładne dane dotyczące kosztów finansowania się banków w drodze sekurytyzacji syntetycznej. Transakcje syntetycznej sekurytyzacji, zawierane na szeroką skalę przed kryzysem finansowym, niemal zamarły w 2009 roku. W roku 2017 w Europie, według danych posiadanych przez autorów, zawarto 39 transakcji z inicjatywy 19 podmiotów. Należy się jednak spodziewać pobudzenia tego rynku w niedalekiej przyszłości. Zgodnie bowiem z Rozporządzeniem (UE) 2017/2402, do 2 lipca 2019 roku EBA, w ścisłej współpracy z ESMA⁷² i EIOPA⁷³, ma opublikować sprawozdanie na temat wykonalności ustanowienia szczególnych ram dla prostej, przejrzystej i standardowej sekurytyzacji syntetycznej, zaś do 2 stycznia 2020 roku Komisja – opierając się na tym sprawozdaniu – ma przedłożyć Parlamentowi Europejskiemu i Radzie własne sprawozdanie w tym zakresie.

2.3.6. Rynek AT1 CoCos w Europie

Jakkolwiek CoCos ukształtowane są przez wymogi regulacyjne CRR, to pierwsza emisja CoCos miała miejsce 1 grudnia 2009 roku, a więc zanim Umowa Basel III sformułowała wymogi kwalifikowalności kapitału AT1 lub T2 (grudzień 2011 rok) oraz długo przez pakietem CRD IV/CRR (czerwiec 2013 rok) wprowadzającym te wymogi do europejskiego porządku prawnego. Pierwszym emitentem CE CoCos nazwanych ECN był w 2009 roku Lloyds Banking Group⁷⁴. Pierwszą emisję PWD CoCos, a drugą w ogóle, przeprowadził Rabobank w 2010 roku. Wiele innych instytucji finansowych poszło w ślady Lloyd's i Rabobank emitując własne CoCos zanim jeszcze weszły w życie postanowienia Basel III i CRD IV/CRR. Bodźcem do tego był również popyt inwestorów na instrumenty o wysokiej stopie zwrotu w środowisku niskich stóp procentowych, o czym świadczy dwukrotny poziom nadsubskrypcji w przypadku emisji CoCos Rabobanku. Wzrostowi liczby emisji towarzyszył brak standaryzacji tych instrumentów. Dopiero kiedy Basel III a w ślad za nią pakiet CRD IV/CRR przyniosły jasność co do wymogów regulacyjnych, istniejące CoCos zakwalifikowano do kapitału AT1 albo T2⁷⁵.

⁷² *European Securities and Markets Authority.*

⁷³ *European Insurance and Occupational Pensions Authority.*

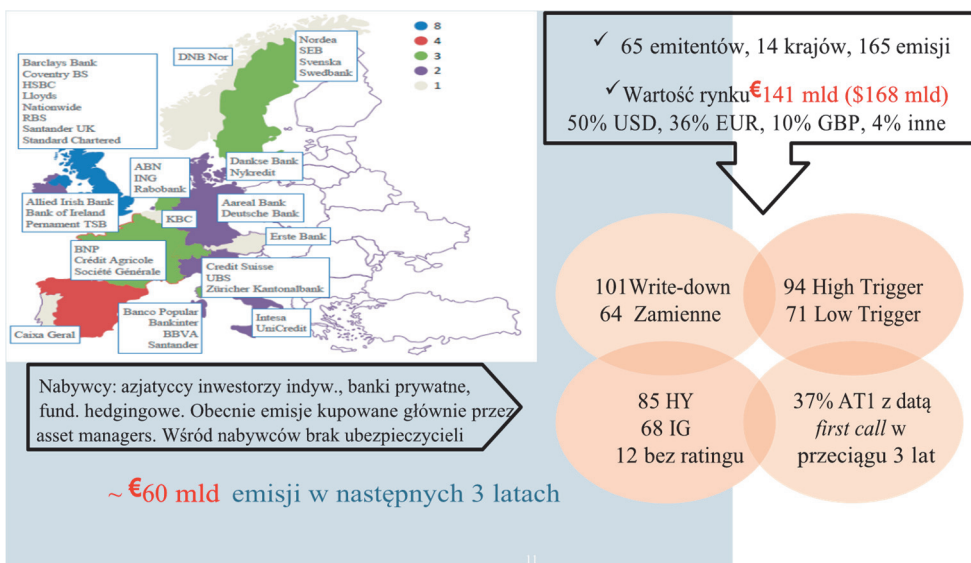
⁷⁴ Por. pkt 2.3.1.

⁷⁵ Por. pkt 2.3.8.

Rynek CoCos uległ gwałtownemu wzrostowi w ostatnich kilku latach wraz z rosnącym udziałem instrumentów typu *write-down*. Podaży tego typu instrumentów sprzyja niewątpliwie potrzeba banków, by zwiększać współczynniki kapitałowe zgodnie z wymogami Basel III. Już nie tylko największe europejskie banki, ale także te z drugiego rzędu jak Deutsche Pfandbriefbank sięgają po to źródło finansowania. Po stronie popytu o atrakcyjności CoCos decydują wyższe kupony wypłacane inwestorom w porównaniu z innymi papierami banków. Ma to niebagatelne znaczenie w otoczeniu niskich stóp procentowych. Na pewno czynnikiem utrudniającym jednoznaczną ocenę obligacji *contingent convertibles* jest skomplikowana struktura tych instrumentów oraz ciągle jeszcze brak standaryzacji. W rezultacie trudno jest spotkać dwie identyczne obligacje hybrydowe⁷⁶, EBA czyni starania w zakresie standaryzacji warunków emisji AT1 CoCos publikując od 2016 roku wzory warunków emisji⁷⁷, które są sukcesywnie aktualizowane⁷⁸.

Podstawowe dane na temat rynku CoCos zawiera infografika (rysunek 10).

Rysunek 10. Rynek AT1 CoCos emitentów europejskich (stan na maj 2018 roku)



Źródło: opracowanie własne na podstawie L. Knepper, *Euro HY Conference 2018: Additional Tier 1*, CreditSights, 17 czerwca 2018, s. 2.

Jak widać na infografice (rysunek 10), większość emisji AT1 ma rating subinwestycyjny, pomimo że praktycznie wszystkie banki mają rating inwestycyjny.

⁷⁶ Por. tabela 3.

⁷⁷ Por. *Standardized templates for Additional Tier 1 (AT1) instruments – Final*, European Banking Authority, 10 października 2016, <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1360107/Final+AT1+standard+templates+.pdf> (data dostępu: 30.09.2018).

⁷⁸ Por. *Report on the monitoring of Additional Tier 1...*, op.cit.

Obligacje CoCos europejskich emitentów są nabywane przede wszystkim do portfeli inwestorów spoza strefy euro (głównie azjatyckich) i europejskich funduszy inwestycyjnych. Banki i ubezpieczyciele praktycznie nie nabywają bezpośrednio tych instrumentów. Należy mieć na uwadze, że w odniesieniu do banków, CRR wprowadziło mechanizm odliczeń ekspozycji na ryzyko związane z innymi instytucjami finansowymi. Pozycje, które muszą być odliczone od kapitału AT1 to m.in. „bezpośrednie, pośrednie i syntetyczne udziały kapitałowe w instrumentach dodatkowych w Tier 1 podmiotów sektora finansowego”⁷⁹. Brakuje natomiast danych do stwierdzenia, czy europejskie banki i ubezpieczyciele nabywają CoCos za pośrednictwem innych podmiotów, np. zagranicznych central⁸⁰. Do postulatów zalicza się bliższe przyjrzenie się przez organy nadzoru rozwojowi rynku CoCos⁸¹. Jak widać aktualna struktura rynku posiadaczy CoCos nie stanowi przesłanki wystąpienia ryzyka *contagion*.

Potencjał rynku nowych emisji AT1 w dotychczasowym ujęciu geograficznym szacuje się na 60 mld EUR⁸². Te szacunki oparte są przede wszystkim na potrzebach banków w zakresie wypełnienia wymogu 1,5% RWA w instrumentach AT1. W przypadku największych banków europejskich wymogi w zakresie kapitału AT1 są w przeważającym stopniu wypełnione.

Banki polskie do tej pory nie wyemitowały AT1 CoCos, jakkolwiek można pokusić się o stwierdzenie, że uwarunkowania prawne nie uniemożliwiają takich emisji. Ani przepis art. 75 ust. 1 ObIU, ani przepis art. 130a PrBank nie zezwala na emisję PWD CoCos, a więc obligacji, które podlegałyby przymusowemu umorzeniu w razie spadku *capital ratio* poniżej poziomu określonego w warunkach emisji instrumentu finansowego. Ewentualna emisja takich instrumentów musiałaby zostać dokonana pod prawem obcym, co wiązałoby się z ustanowieniem spółki emisyjnej w innym państwie członkowskim UE. Za istotną przeszkodę należy też uznać brak pewności prawnej co do podatkowej kwalifikacji instrumentów AT1, zarówno co do wypłaty kuponu, jak i ewentualnego umorzenia (lub konwersji).

Potencjał krajowych banków komercyjnych do emisji AT1 CoCos najprościej jest zmierzyć mnożąc globalną kwotę RWA (993,3 mld PLN na koniec marca 2018 roku) przez 1,5%, co daje kwotę 14,9 mld PLN. Oczywiście należy mieć na uwadze, że wymogi kapitałowe banków w Polsce w zakresie *Total Capital Ratio* (TCR) są wypełnione składnikami kapitału CET1.

⁷⁹ Por. art. 56 ust. 1 lit. c) i d) rozporządzenia CRR.

⁸⁰ *Monatsbericht...*, op.cit., s. 64.

⁸¹ *Ibidem*, s. 64

⁸² L. Knepper, *Euro HY...*, op.cit., s. 2.

2.4. Instrumenty CoCos zaliczane do Tier 2

W aktualnym stanie prawnym jedynie w Szwajcarii CoCos uznawane są za składnik kapitału regulacyjnego Tier 2⁸³. Do instrumentów Tier 2 CoCos można zaliczyć papiery ECN Lloyds wspomniane w pkt 2.3.2.1, choć oczywiście nie były emitowane z zamiarem zaliczenia ich do kapitału Tier 2 na podstawie CRR: jako pierwsze CoCos w ogóle, wyemitowane przed nastaniem porządku Basel III/CRD IV, po prostu nie spełniały wszystkich wymogów pozwalających zaliczyć je do kapitału AT1, gdy CRR weszło już w życie. Inaczej jest natomiast w przypadku emisji duńskiego banku hipotecznego Nykerdit, który zdecydował się na emisję obligacji CoCos w kapitale Tier 2, a nie AT1 jako tańszą opcję, przedkładając korzyści wynikające z poprawy ratingu (pełen *equity credit* przyznany przez agencję Standard & Poor's) nad powiększenie funduszy własnych. Uniknięcie konieczności wbudowania w te papiery rygorystycznych mechanizmów dostosowujących je do wymogów kapitału AT1, z ograniczeniami MDA i ADI na czele, pozwoliło ustalić ich oprocentowanie na poziomie zaledwie 4%, zaś YTC 5 kwietnia 2018 roku wynosiła 1,22%. Równocześnie instrumenty te wypełniają duńskie wymogi kapitałowe filara 2.

3. Podsumowanie

Nadmierny stopień lewarowania się przez największe instytucje finansowe leży u podłoża ostatniego kryzysu finansowego, dlatego obecne zmiany regulacyjne mają doprowadzić do tego, aby banki były bardziej dokapitalizowane i przez to odporniejsze na straty, oraz aby ciężar rekapitalizacji banku ponosili w większym stopniu akcjonariusze i obligatariusze (*bail-in*). Wymogi kapitałowe Basel III oznaczają m.in. konieczność zwiększenia zarówno ilości, jak i jakości kapitału utrzymywanego przez banki. Tym samym realizowane jest dwojakie podejście do zagadnienia adekwatności kapitałowej banku, zdefiniowane w tzw. Raporcie Lorda Turnera z 2009 roku. W pierwszej kolejności, w stosunku do funkcjonujących banków uwaga architektów systemu finansowego powinna koncentrować się na konsekwencjach ich struktury kapitałowej dla sektora bankowego oraz dla całej gospodarki (tzw. *going concern approach*). W drugiej zaś kolejności, już wobec groźby upadłości instytucji kredytowej, przedmiotem tej uwagi powinna być ochrona

⁸³ W Szwajcarii instrumenty CoCos są wprost wpisane w wymogi kapitału regulacyjnego, stanowiąc jedyny kraj w którym banki muszą je emitować. Obowiązuje tam podział pomiędzy high trigger CoCos, oparte na współczynniku CET1 równym 7%, oraz low trigger, o współczynniku równym 5%

posiadaczy jej długu senioralnego oraz deponentów (tzw. *'gone concern approach'*)⁸⁴. Terminologia zaproponowana we wskazanym raporcie została ogólnie przyjęta i współcześnie mówi się o narzędziach absorpcji strat przed upadłością instytucji (*'going concern loss absorption'* lub *'going concern capital'*) i o narzędziach absorpcji strat instytucji w stanie upadłości (*'gone concern loss absorption'* lub *'gone concern capital'*). Alternatywnie można wyróżnić narzędzia absorpcji straty *ex ante* i narzędzia absorpcji straty *ex post*⁸⁵.

Nawiązując do powyższej terminologii, instrumenty CET1 i AT1 należy określić jako narzędzia absorpcji strat *ex ante*. Możliwość – a w określonych sytuacjach nakaz – wstrzymania wypłaty dywidendy lub kuponu inwestorom pomaga utrzymać stabilność finansową danego banku. Podobny charakter ma wieczysty charakter tych instrumentów: groźba upadłości banku nie może wynikać z trudności z refinansowaniem (tzw. „rolowaniem”) długu o zbliżającym się terminie zapadalności. Szczególne *novum* w postaci przymusowej konwersji (lub umorzenia) instrumentów AT1, również ma na celu oddalenie zagrożenia upadłością banku, mierzonego współczynnikiem kapitałowym.

Instrumenty Tier 2 stanowią natomiast narzędzie absorpcji strat *ex post*: ich podstawowym celem jest ochrona posiadaczy długu senioralnego oraz deponentów. Najważniejszym atrybutem instrumentów Tier 2 jest zatem ich podporządkowany status w postępowaniu upadłościowym. Wymogi w zakresie minimalnego terminu zapadalności mają taki sam cel, jak w przypadku instrumentów AT1, aczkolwiek ich praktyczne znaczenie wydaje się mniejsze.

W obliczu powyższych obserwacji należy postawić pytanie o funkcjonalność restrykcyjnych norm w zakresie nakazu wstrzymania wypłaty kuponu z tytułu instrumentów AT1, w tym zwłaszcza wymogów MDA i ADI. Z jednej strony, wymogi te wzmacniają kapitałowy charakter instrumentów AT1, upodabniając je do instrumentów CET1. Co więcej, ich wprowadzenie stanowi odpowiedź na stwierdzoną w praktyce zawodność absorpcji strat przez instrumenty hybrydowe Basel II. Z drugiej jednak strony, atrybut ten znacznie zwiększa ryzyko związane z tą klasą aktywów, zwiększając premię za ryzyko, jakiej żądają inwestorzy (a więc koszt kapitału regulacyjnego). Co więcej, analizowany przypadek Deutsche Bank pokazuje, że wzrastające ryzyko anulowania wypłaty kuponu może znacznie zwiększać zmienność wyceny instrumentów (*volatility*). Pewne wątpliwości wzbudza zaś przy tym zakres ochrony, jaką instrumenty te w rzeczywistości zapewniają instytucji znajdującej się na

⁸⁴ *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Financial Crisis*, UK Financial Services Authority, marzec 2009, s. 53.

⁸⁵ Por. A. Cahn, P. Kenadijan, w: D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking...*, op.cit., s. 223–226.

skraju upadłości. Do spełnienia wymogów CRR przez bank wystarcza, aby instrumenty AT1 stanowiły zaledwie 1,5% RWA banku, zaś oprocentowanie instrumentów CoCos emitowanych przez większość europejskich banków waha się w przedziale od 3,8% do 8,8%. Prosta arytmetyka prowadzi do wniosku, że wstrzymanie wypłaty kuponu może przynieść instytucji krótkoterminowe korzyści nie większe niż 0,13% RWA, powodując równocześnie bardzo negatywne i długoterminowe skutki dla ratingu kredytowego emitenta. Błędna metodyka agencji ratingowych traktuje takie przymusowe anulowanie wypłaty kuponu nie jako brak wypłaty dywidendy z akcji, lecz jako niewywiązanie się z obowiązku wypłaty kuponu. Stanowi to czynnik determinujący zarządy banków do uniknięcia zaistnienia przesłanej przymusowego anulowania wypłaty kuponu. Dochodzi w ten sposób do transferu zysków od akcjonariuszy do posiadaczy instrumentów AT1: chęć zapobieżenia anulowaniu przymusowej wypłaty kuponu z tytułu instrumentów AT1 motywuje zarządy banków do podejmowania decyzji biznesowych o długoterminowych negatywnych skutkach dla akcjonariuszy. W celu zwiększenia środków finansowych na wypłatę kuponu z tytułu instrumentów AT1 dokonuje się dezinwestycji, sprzedając aktywa, które mogłyby przynosić akcjonariuszom długoterminowe zyski.

Restrykcyjność mechanizmu *coupon deferral* miała znacznie większe uzasadnienie w świetle pierwotnej propozycji BCBS, według której CoCos mogły służyć wypełnieniu buforów kapitałowych, a więc stanowić nawet 13% RWA. Wreszcie, dążenie banków do spełnienia oczekiwań rynku i obsługa kuponów od wyemitowanych przez siebie AT1 CoCos, tak jak byłyby to instrumenty *fixed income*, stanowi wypaczenie kapitałowego charakteru tych instrumentów, gdzie *coupon cancellation* bynajmniej nie stanowi niewykonania zobowiązań umownych emitenta.

Na podobnej podstawie można również krytykować nadmierne, jak się wydaje, oczekiwanie rynku co do wykupu przez banki wyemitowanych przez siebie instrumentów w dacie *first call*. Przejawia się to chociażby w liczeniu rentowności instrumentów do daty przedterminowego wykupu (YTC). Można mieć obawy, czy uczestnicy rynku w dostatecznym stopniu biorą pod uwagę wymóg uzyskania zgody organu nadzoru na wykup CoCos oraz kwestie uwarunkowań ekonomicznych, takich jak poziom stóp procentowych w dacie podjęcia decyzji o umorzeniu czy też kwestii spadku kursu funta szterlinga w wyniku Brexitu, co może odstręczyć banki brytyjskie, znaczących emitentów AT1 CoCos, do dokonania przedterminowego wykupu. Daty *first call* w przypadku 37% wyemitowanych na rynku AT1 CoCos europejskich banków przypadają na najbliższe trzy lata, a zatem niebawem dane będzie się przekonać jak te wykupy będą następować. Niemniej jednak „ryzyko *call*

extension” brane jest po uwagę przez inwestorów w miarę zbliżania się terminu wykonania opcji *call* emitenta i można mieć wiele wątpliwości czy taka presja rynkowa wzmaga stabilność cen samego rynku CoCos jak i stabilność źródeł finansowania banków, a przecież z taką intencją te instrumenty zostały wykreowane.

Pozbycie się przez emitentów „kosztownych” klauzul ma miejsce w przypadku istniejących na rynku Tier 2 CoCos. Funkcjonowanie takich papierów na rynku stanowi dodatkową zachętę do pójścia w tym kierunku, jeżeli chodzi o kształtowanie przyszłych wymogów regulacyjnych dotyczących tej klasy instrumentów.

Podstawową właściwością AT1 CoCos, stanowiącą jednocześnie o ich *novum*, jest przymusowa zamiana na składniki kapitału CET1 lub umorzenie w wyniku zajścia tzw. zdarzenia inicjującego. Zasadniczo można przyjąć zdarzenie inicjujące trojakiemu rodzaju: (i) księgowy, nieoparte na modelach ani wagach ryzyka, (ii) regulacyjne oraz (iii) rynkowe. Księgowy *trigger* opiera się na wskaźnikach księgowych, które mają dać obraz sytuacji finansowej banku. Takim oczywistym „włącznikiem” mógłby być tzw. wskaźnik księgowy kapitałów własnych, stanowiący relację kapitałów własnych do sumy aktywów – a więc stopień dźwigni finansowej. Ostatnie badania pokazują, że wskaźnik dźwigni finansowej jest statystycznie istotniejszym prognostykiem upadłości banku niż wskaźniki oparte na kapitałach T1⁸⁶. Pozornie współczynnik ten nie zależy od płynności lub efektywności rynków finansowych. Z uwagi na ogólnie przyjęte standardy księgowości problem manipulacji wydaje się być pod kontrolą, jakkolwiek w standardach rachunkowości ostatniej dekady stosowano zasadę *mark-to-market*. To oznacza, że gdy płynność określonych aktywów staje się bardzo niska, należy dokonać przeszacowania w dół ich wartości księgowej, prawdopodobnie w większym stopniu niż o spadek ich wartości ekonomicznej. A zatem wartość księgowa pośrednio zależy od płynności na rynku. Prawodawcy europejscy poszli inną drogą i funkcjonujące na rynku obligacje CoCos wykorzystują wyłącznie współczynnik regulacyjny w postaci CET1 *ratio* jako zdarzenia inicjujące (*triggers*). W latach 2006–2009 nawet banki postrzegane jako zagrożone upadłością nigdy nie wykazywały współczynników CET1 niższych niż 7%⁸⁷. Ponadto dyskrejonálny charakter obecnie stosowanych zdarzeń inicjujących do pewnego stopnia utrudnia oszacowanie prawdopodobieństwa konwersji. Z tego powodu w wycenie CoCos zastępuje się *trigger* regulacyjny odpowiadającym mu poziomem cen akcji, zakładając, że istnieje bezpośrednia zależność pomiędzy

⁸⁶ Por. A. Blundell-Wignall, P. Atkinson, C. Roulet, *Bank business models and the Basel system: Complexity and interconnectedness*, „OECD Journal: Financial Market Trends” 2014, vol. 2.

⁸⁷ M.P.H. Buergi, *Pricing contingent convertibles: A general framework for application in practice*, „Financial Markets and Portfolio Management” 2013, vol. 27(1), s. 31–63.

współczynnikiem CET1, a ceną akcji lub wskaźnikiem księgowym kapitałów własnych. Założenie o takich zależnościach nie jest nieuprawnione⁸⁸.

Mankamentami zdarzenia inicjującego opartego na wielkościach księgowych i regulacyjnych jest to, że dane te ujawniane są jedynie w określonych momentach (kwartalnie) i emitent do pewnego stopnia może na nie wpływać, dokonując określonych operacji ewidencyjnych. Wad tych nie ma uzależnienie konwersji od łatwego do zaobserwowania zdarzenia rynkowego, tj. spadku kursu akcji spółki poniżej określonego wcześniej parametru (*trigger* rynkowy). Jednak przyjęcie za *trigger* wielkości rynkowych może prowadzić do manipulacji. Na przykład, gdy zamiana CoCos staje się bardzo prawdopodobna, wielu inwestorzy instytucjonalni mogą próbować zabezpieczyć otrzymanie dużej liczby akcji przez masową krótką sprzedaż. To wpłynęłoby na spadek cen akcji. Nierzadko duże zmiany cen akcji nie wiążą się z fundamentalną oceną emitenta, ale wynikają np. z płynności na rynku. Ponadto w Europie tylko około jedna trzecia banków nadzorowanych przez EBC jest notowana na giełdzie⁸⁹.

Z uwagi na powyższe mankamenty sformułowano propozycje zmierzające do uzależnienia zamiany CoCos od więcej niż jednego zdarzenia inicjującego. *Think tank Squam-Lake Group* zaproponował w 2009 roku powiązanie specyficznego dla banku zdarzenia inicjującego ze stwierdzeniem przez właściwy organ zajścia kryzysu systemowego, a więc uwzględniającego kondycję całego systemu bankowego⁹⁰.

Równie ważne jak określenie rodzaju zdarzenia inicjującego, jest wyznaczenie odpowiedniej poprzeczki, przekroczenie której inicjuje cały opisany mechanizm absorpcji strat w toku prowadzenia działalności przez bank. Jest to zagadnienie kluczowe i jako takie znajdzie dokładne omówienie i próbę sparametryzowania w rozdziale trzecim w pkt 6. Na tym etapie rozważań widać wyraźnie, że banki europejskie przy średnim ważonym współczynniku CET1 równym 14,8% (dane na koniec 2017 roku) są skapitalizowane wysoko ponad poprzeczkę CET1 *ratio* 7% (*high trigger* CoCos), o poprzeczce 5,125% (właściwej *low-trigger* CoCos) nawet już nie wspominając. Przy czym wszystkie banki wykazują współczynnik CET1, a zatem na gruncie CRR wszystkie bez wyjątku emisje AT1 CoCos w zasadzie nie stwarzają dla ich posiadaczy ryzyka zamiany/*write – down*. W tym miejscu abstrahujemy oczywiście od PONV *trigger*.

⁸⁸ Ibidem, s. 60.

⁸⁹ T. Berg, C. Kaserer, *Does contingent capital induce excessive risk-taking?*, „Journal of Finance Intermediation” 2014.

⁹⁰ *Monatsbericht...*, op.cit., s. 59.

Tak forsowane przez reżim Basel III utrzymywanie wyższego poziomu *equity* przez banki bez wątpienia zmniejsza ryzyko upadku, ale pociąga za sobą – jak się argumentuje – określone koszty. Zdaniem banków kapitał własny jest droższy niż dług, bo akcjonariusze żądają wyższych stóp zwrotu niż wierzyciele. Większa ilość kapitału zmusi banki do podniesienia oprocentowania kredytu, zmniejszając ich zdolność do finansowania gospodarki. Ponadto banki muszą wykazywać minimalny poziom ROE, który nie będzie osiągalny, jeśli podniosą kapitał⁹¹. Taka argumentacja nie wytrzymuje krytyki na gruncie twierdzenia Modiglianiego-Millera (M&M) z 1958 roku: zmiana struktury źródeł finansowania, która nie wpływa na całkowite ryzyko inwestycji, nie ma wpływu na całkowite koszty finansowania⁹². Jakikolwiek wpływ na koszty finansowania jest wywierany jedynie wskutek odchyłeń od ram M&M, takich jak koszty nowych emisji, prowizja *underwritera*, niedowartościowanie nowej emisji, negatywna reakcja cen giełdowych na zapowiedź nowej emisji, koszty rozwodnienia czy wreszcie koszty zmniejszenia dywidendy⁹³. Dostosowanie do wyższych poziomów *equity* może też nastąpić w wyniku redukcji (np. sprzedaży) aktywów przez banki, na co regulatorom trudno jest wpływać. Z uwagi na te koszty banki mogą zwiększyć efektywność, polegając przynajmniej w części na kapitale typu *contingent* zamiast na dodatkowej porcji *equity*. Wyróżnia się trzy najważniejsze przewagi kapitału *contingent* nad *equity*: 1) zamiast utrzymywać dodatkowy bufor kapitałowy (i ponosić jego koszty), bank może nabyć swoistą „polisę ubezpieczeniową” – warunkowe zobowiązanie do dokapitalizowania banku, 2) następuje redukcja kosztów rozwodnienia akcjonariatu oraz 3) zmniejsza się procykliczny efekt regulacji kapitałowych. Zwłaszcza w czasie recesji, kiedy pozyskanie dodatkowego kapitału własnego jest szczególnie kosztowne, banki zazwyczaj zmniejszają akcję kredytową, sprzedają aktywa lub się delewarują w celu spełnienia wymogów kapitałowych⁹⁴.

W literaturze podejmowano już zagadnienie, w jaki sposób obligacje *contingent convertibles* mogą stabilizować sektor bankowy. Istnieją dwa główne podejścia do tego zagadnienia⁹⁵. Według pierwszego nurtu rozważań banki emitujące instrumenty typu *contingent* zamiast długu podporządkowanego są znacznie mniej narażone na bankructwo. Według drugiego nurtu analiz sposób strukturyzacji obligacji CoCos (zwłaszcza stopa

⁹¹ M. Crouhy, D. Galai, *Are banks special?*, International Risk Management Conference, Luxembourg, czerwiec 2015, <http://www.irmc.eu/default.asp?iId=LEHKH> (data dostępu: 2.07.2015).

⁹² Szersza argumentacja na ten temat: K. Liberadzki, M. Liberadzki, *Hybrid securities. Structuring, Pricing and Risk Assessment*, Palgrave Macmillan UK, New York–Basingstoke 2016, s. 54–55.

⁹³ P. Bolton, F. Samama, *Capital access bonds: Contingent capital with an option to convert*, „Economic Policy”, kwiecień 2012, s. 281–282.

⁹⁴ Ibidem, s. 283.

⁹⁵ Na podstawie: K. Liberadzki, M. Liberadzki, *Konstrukcja, zasady emisji...*, op.cit., s. 83–84.

konwersji, udział w kapitale *common equity*, który obejmą obligatariusze w przypadku przymusowej konwersji) może mieć wpływ na skłonność zarządu banku (kontrolowanego przez akcjonariuszy) do podejmowania ryzyka. W przypadku niskich współczynników konwersji udziałowcy i zarząd cechują się wysokim stopniem akceptacji ryzyka, a wysokie wartości współczynników konwersji skutkują redukcją ryzyka, którym obciąża się aktywa⁹⁶. Jednocześnie obligacje *contingent* z włącznikiem opartym na wskaźnikach Basel III i ceną konwersji z wyraźnym dyskontem minimalizują skłonność zarządu oraz akcjonariuszy do podejmowania ryzyka. Tymczasem obserwowalna praktyka jest taka, że emisje CoCos prawie wyłącznie przewidują tylko minimalne rozwodnienie praw dotychczasowych akcjonariuszy. W przypadku zajścia zdarzenia inicjującego rozwodnienie praw akcjonariuszy byłoby mało istotne⁹⁷.

O ile pozytywnie ocenia się wpływ emisji długu typu *contingent* na stabilność finansową instytucji bankowych (i ubezpieczeniowych), o tyle w badaniach podkreśla się, że kwestia skuteczności tych instrumentów z punktu widzenia realizacji celów przez władze nadzorcze zależy od szczegółów. Zgodnie z jednym z poglądów, aby instrumenty CoCos skutecznie przeciwdziałały ryzyku systemowemu (*systemic risk*), a tym samym efektowi zarażania się (*contagion*), wskazane jest, żeby: (1) konwersja następowała stopniowo, raczej w kilku etapach, a nie jako zmasowana i jednorazowa oraz (2) presja akcjonariuszy na realizację zysków krótkoterminowych oraz zwiększenie dźwigni finansowej powinna być zrównoważona przyznaniem posiadaczom CoCos ograniczonego prawa głosu w okresie pogorszenia się sytuacji finansowej emitenta⁹⁸. Postulat (1) pozwoliłby wyrzucić presję na rynek na wczesnym etapie, tym samym rozmywając już częściowo prawa głosu dotychczasowych akcjonariuszy i powodując przecenę akcji. Wysoka dźwignia finansowa nakładałaby koszt na akcjonariuszy na wczesnym etapie i w ten sposób osłabiała ich zapal do nadmiernego zadłużania się. Co do propozycji (2) spotyka się pogląd, że akcje obejmowane w wyniku konwersji mogłyby być uprzywilejowane co do głosu.

Funkcjonujące na rynku obligacje CoCos w zasadzie zostały zaprojektowane jako mechanizm transferu bogactwa od obligatariuszy CoCos do akcjonariuszy w wyniku procesu konwersji, ale przede wszystkim ze względu na cechy odpisu wartości (*write-down*)⁹⁹. Dlatego też istotne jest nadzorowanie przez władze procesu i rezultatu ustalania parametrów

⁹⁶ J. Hilscher, A. Raviv, *Bank stability and market discipline: The effect of contingent capital on risk taking and default probability*, „Journal of Corporate Finance” 2014, vol. 20, s. 542–560.

⁹⁷ *Monatsbericht...*, op.cit., s. 60–61

⁹⁸ J.C. Coffee jr., *Systemic Risk after Dodd-Frank: Contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight*, „Columbia Law Review” 2011, vol. 111, no. 4, s. 795–847.

⁹⁹ T. Berg, C. Kaserer, *Does contingent capital...*, op.cit.

konwersji oraz rozliczenia obligacji CoCos¹⁰⁰. Przeważający udział instrumentów PWD CoCos w wyemitowanych ogółem AT1 CoCos (ok. 61% w maju 2018 roku)¹⁰¹ można wytłumaczyć przede wszystkim tym, że: (i) to właściciele banków mają decydujący głos w sprawie emisji obligacji CoCo, (ii) wobec braku elementu zamiany obligacji na akcje, obligacje warunkowo umarżane mogą być nabywane ze względu na ograniczenia prawne przez większą liczbę funduszy obligacji.

Nałożenie dodatkowych wymogów kapitałowych na banki pomniejsza dochody akcjonariuszy, gdyż coraz trudniej wypracować jest zysk. Zwiększenie kosztów finansowania, przy równoczesnych stałych *spreadach* powoduje zmniejszenie marży netto. Równocześnie akcjonariusze nie zyskali żadnej dodatkowej ochrony wraz z wprowadzeniem instrumentów AT1. Instrumentów tych jest zbyt mało, aby mogły posłużyć jako narzędzie absorpcji strat, zanim zostaną one nałożone na akcjonariuszy. Jak wskazywano, choć banki nie są w zakresie emisji instrumentów AT1 ograniczone poziomem 1,5% RWA, to jednak trudno się spodziewać, aby emisja ta przybrała rozmiar tak masowy, jak zakładany przy ich konstruowaniu (tj. do 13% RWA). Na decyzję o emisji CoCos wpływają czynniki regulacyjne: w krajach strefy euro brak wykorzystania przestrzeni do emisji AT1 i T2 powoduje nałożenie ograniczeń kapitałowych.

¹⁰⁰ O. Roggi, A. Giannozzi, L. Mibelli, *CoCo Bonds, Conversion Prices and risk shifting incentives. how does the conversion ratio affect management's behaviour?*, „Financial Markets, Institutions & Instruments” 2013, New York University Salomon Center, s. 143–170.

¹⁰¹ Por. pkt 2.3.6.

Rozdział II. Instrumenty hybrydowe a mechanizm *bail-in*

Celem rozdziału drugiego jest przedstawienie zastosowania hybrydowych instrumentów finansowych w ramach przymusowej restrukturyzacji (resolution) banku znajdującego się na skraju upadłości. Zagadnienie resolution zostało już opisane w krajowej literaturze przedmiotu, lecz brak jak dotąd opracowania koncentrującego się na roli hybrydowych instrumentów finansowych w postępowaniu resolution. Wobec zmieniającego się kształtu regulacji w tym zakresie, konieczne jest również przedstawienie zarówno najnowszych, jak i dopiero projektowanych zmian regulacyjnych.

Opisane w rozdziale pierwszym narzędzia prawne, którymi dysponują obecnie organy nadzoru, pozwalają uczynić upadłość banku mniej prawdopodobną, zwłaszcza poprzez nakazanie bankom zgromadzenia większej niż dotychczas ilości kapitału. Nie oznacza to jednak całkowitej eliminacji ryzyka zajścia takiego zdarzenia. Z dotychczasowych doświadczeń wynika, że mierząc się z zagrożeniem upadłości banku o znaczeniu dla światowego systemu finansowego, decydenci na ogół decydowali się na udzielenie takiemu bankowi pomocy publicznej (bail-out). Działanie to zarówno wzbudzało przeciw społeczny, jak i pozostawało w sprzeczności z zasadami dyscypliny rynkowej i pomocy publicznej. Konieczne zatem stało się stworzenie ram prawnych pozwalających na nałożenie ciężaru absorpcji strat na wierzycieli banku w drodze przymusowej restrukturyzacji zadłużenia (bail-in). W tym celu tworzy się szczególną procedurę resolution, mającą na celu zmniejszenie ogólnych kosztów upadłości banku przy minimalizacji użycia środków publicznych.

W pkt 1 zostanie przedstawiony syntetyczny opis genezy BRRD – podstawowego aktu prawnego regulującego ramy prawne resolution. Następnie (pkt 2) wskazane zostaną szczególne okoliczności, w których dopuszcza się wykorzystanie środków publicznych w celu ratowania banku zagrożonego upadkiem. Po takim wstępie nastąpi obszerny, szczegółowy opis mechanizmu bail-in (pkt 3). Opisany zostanie m.in. proces BION (pkt 3.2.2), a także kryteria uznania banku za zagrożony upadłością (pkt 3.2.5). Nowością w naszym podejściu, wykraczającym poza dotychczasowy dorobek literaturowy, jest podjęcie próby sparametryzowania podstawowej przesłanki resolution w postaci znalezienia się instytucji w stanie zagrożenia upadłością/na progu upadłości (failing or likely to fail – FOLTF).

Wskazane zostaną też zobowiązania kwalifikowane na potrzeby bail-in (pkt 3.5). Następnie (pkt 4) opisany zostanie mechanizm umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych, a więc m.in. hybrydowych instrumentów finansowych (AT1 i T2). W pkt 5 przedstawione zostanie zaś działanie tego mechanizmu w praktyce, na podstawie dotychczasowych

doświadczeń z Hiszpanii i Włoch (2017 rok). Dodatkowo poprzeczkę resolution sparametryzowaną w pkt 3.2 naniesiemy na kontraktowy mechanizm inicjujący umorzenie/zamianę instrumentów AT1 CoCos.

Na tej podstawie przedstawiona zostanie ocena zastosowania mechanizmu bail-in względem hybrydowych instrumentów finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem praktycznego zastosowania kontraktowej konwersji instrumentów AT1 (pkt 6.3), a także oceny ww. zagadnienia w prawie polskim (pkt 6.4). Stawiamy hipotezę, że kontraktowy mechanizm inicjujący umorzenie/zamianę CoCos ma niewielkie znaczenie praktyczne, gdyż resolution zostanie uruchomione znacznie wcześniej. Podjęliśmy wyzwanie w postaci wyznaczenia określonych poziomów kapitału regulacyjnego banku, dla których zajdą określone zdarzenia, bądź to w postaci działań organu resolution, bądź opisane w rozdziale pierwszym zdarzenia w postaci restrykcji MDA i wreszcie kontraktowe umorzenie/zamiana papierów CoCos.

Następnie (pkt 7 i 8) opisane zostaną nowe wymogi w zakresie zobowiązań kwalifikowanych na potrzeby bail-in (MREL i TLAC). Na zakończenie zostanie ukazany problem resolution transgranicznych grup finansowych (pkt 9).

1. Reforma działań w sytuacjach kryzysowych

Poleganie banków na pomocy publicznej w sytuacji kryzysowej znacząco osłabia dyscyplinę rynkową. W efekcie obligacje banków postrzegane są jako inwestycja bez ryzyka: nie licząc wierzycieli Lehman Brothers, posiadacze obligacji największych banków nie ponieśli strat w wyniku zajścia *defaultu* podczas kryzysu finansowego lat 2008–2009¹⁰². Obserwacja ta leży u podstaw globalnej reformy, zakładającej nałożenie ciężaru współponoszenia strat banków na ich wierzycieli (*bail-in*), zamiast obciążania tymi kosztami podatników (*bail-out*). W pewnym uproszczeniu, architektem reformy jest FSB działająca przy grupie G20, jednak w proces ten zaangażowane są kluczowe instytucje na całym świecie, w tym BCBS i Komisja Europejska. Jest to fundamentalna zmiana podejścia do instytucji „zbyt dużych, aby upaść” (*too big to fail*, TBTF), które podczas ostatniego kryzysu finansowego polegały na wsparciu środkami publicznymi w sytuacji kryzysowej. Ponadto zaobserwowano wówczas tendencję władz publicznych do przyznawania bankom pomocy publicznej ponad miarę, ze względu na wyolbrzymione obawy co do stabilności systemu finansowego¹⁰³.

¹⁰² M. Schillig, *Resolution and Insolvency of Banks and Financial Institutions*, Oxford University Press, 2016, s. 279.

¹⁰³ *Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*, Bank for International Settlements, The Basel Committee on Banking Supervision, 2010, s. 24.

Ostatecznym celem reformy jest porzucenie dotychczasowego sposobu działania TBTF, określanego popularnie jako „prywatyzacja zysków i nacjonalizacja strat”.

Na szczeblu Unii Europejskiej reforma ta dokonywana jest przede wszystkim na gruncie obowiązującej od 1 stycznia 2015 roku BRRD¹⁰⁴ i stanowi pewne uzupełnienie nowych wymogów kapitałowych nakładanych na banki w ramach Basel III. Synergię pomiędzy reformami BCBS i FSB obrazowo opisuje się w ten sposób, że wymogi Basel III (tj. pakiet CRD IV i CRR) ograniczają prawdopodobieństwo upadłości instytucji kredytowej (*make failure less likely*), zaś wymogi FSB (tj. BRRD) ograniczają negatywne skutki ewentualnej upadłości dla stabilności systemu finansowego (*make failure less harmful*). BRRD ustanawia specjalny organ *resolution*, którego rolą jest przeprowadzenie postępowania *resolution* w stosunku do instytucji znajdującej się na progu upadłości lub zagrożonej upadłością (*failing or likely to fail*). W postępowaniu tym organowi *resolution* przysługują narzędzia, określone w przepisie art. 37 ust. 3 BRRD, tj.:

- 1) instrument zbycia działalności,
- 2) instrument instytucji pomostowej,
- 3) instrument wydzielenia aktywów oraz
- 4) instrument umorzenia lub konwersji długu (*bail-in*).

Narzędzia te mogą zostać wykorzystane kumulatywnie, w różnych konfiguracjach¹⁰⁵. Na potrzeby niniejszego opracowania szczegółowo opisane zostanie narzędzie *resolution*, które wprost dotyczy instrumentów hybrydowych, tj. *bail-in*¹⁰⁶. Oprócz narzędzi *resolution*, określonych w rozdziale czwartym (tytułu IV BRRD), występuje osobne narzędzie, tj. umorzenie instrumentów kapitałowych, uregulowane w rozdziale piątym (tytułu IV BRRD), do którego stosuje się odrębne zasady niż do narzędzi *resolution*. Odrębności pomiędzy narzędziami *bail-in*, a umorzeniem instrumentów kapitałowych zostaną szczegółowo opisane dalej.

Mimo wyposażenia organu *resolution* w powyższe narzędzia, standardowe postępowanie upadłościowe pozostaje nadal podstawową, domyślną formą likwidacji

¹⁰⁴ 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.

¹⁰⁵ Por. szerzej: M. Schillig, *Resolution...*, op.cit., s. 216–217.

¹⁰⁶ Na marginesie należy zauważyć, że w ramach narzędzi zbycia działalności oraz instytucji pomostowej organ *resolution* będzie mógł nakazać zbycie instrumentów właścicielskich w rozumieniu przepisu art. 2 ust. 1 pkt 60 BRRD. Nie wydaje się jednak, aby kompetencja ta dotyczyła również instrumentów AT1 (w tym zarówno CE CoCos, jak i PWD CoCos) i instrumentów T2, por. pkt 3.1.

instytucji finansowej spełniającej kryteria ogłoszenia upadłości¹⁰⁷. Postępowanie *resolution* może zostać wszczęte jedynie wówczas, gdy jest to podyktowane interesem publicznym (osobno zdefiniowanym)¹⁰⁸. Przymusowe umorzenie lub konwersja instrumentów finansowych może być postrzegane jako forma wyłączenia ich posiadaczy, zaś organ *resolution* może działać wyłącznie w ramach posiadanych kompetencji¹⁰⁹.

2. Wyjątkowe okoliczności uzasadniające użycie środków publicznych

Przed rozpoczęciem bardziej szczegółowych rozważań na temat poszczególnych narzędzi *resolution*, należy w pierwszej kolejności podkreślić znaczenie kompromisowego i elastycznego charakteru BRRD. Dyrektywa ta powstała bardzo szybko (jak na europejskie standardy), na fali społecznego niezadowolenia spowodowanego nadmiernym wsparciem publicznym dla banków znajdujących się w stanie zagrożenia upadłością wskutek ostatniego kryzysu finansowego¹¹⁰. Objęcie jednym aktem prawnym kilkudziesięciu różnych systemów bankowych państw członkowskich UE, posiadających zróżnicowaną strukturę zarówno aktywów, jak i pasywów, wymusiło przyjęcie elastycznych rozwiązań. Świadczy o tym chociażby wybór typu aktu prawnego, wymagającego implementacji do krajowych przepisów państw członkowskich UE. Pierwszoplanowym celem BRRD pozostaje bowiem ochrona stabilności systemu finansowego (art. 31 BRRD), zaś wśród celów BRRD wymienia się nie całkowitą eliminację pomocy publicznej, a jedynie jej „ograniczenie do minimum polegania na nadzwyczajnym publicznym wsparciu finansowym”. Całkowita eliminacja pomocy publicznej była pierwotnym celem BRRD i niewątpliwie nadal pozostaje stanem docelowym (idealnym)¹¹¹. W trakcie prac nad BRRD zdecydowano się jednak wprowadzić przepisy dopuszczające – choć pod ściśle określonymi warunkami – udzielanie pomocy publicznej bankom¹¹². Przyjęto tym samym, że w dzisiejszych realiach europejskich nie można całkowicie wykluczyć pomocy publicznej¹¹³.

¹⁰⁷ Przepis art. 2 ust. 1 pkt 47 BRRD definiuje „standardowe postępowanie upadłościowe” jako zbiorowe postępowanie upadłościowe, które obejmuje częściowe lub całkowite rozdysponowanie majątku dłużnika oraz powołanie likwidatora lub zarządcy, zwykle mające zastosowanie do instytucji zgodnie z prawem krajowym i specyficzne dla tych instytucji lub mające zastosowanie zasadniczo do każdej osoby fizycznej lub prawnej.

¹⁰⁸ Por. pkt 3.3.

¹⁰⁹ A. Gardella, w: D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking...*, op.cit., s. 387.

¹¹⁰ Pomoc ta doprowadziła do przeniesienia kryzysu finansowego z instytucji finansowych na sferę finansów publicznych, zwłaszcza w państwach południa Europy. *Bail-out* posłużył zatem jako kanał transmisji kryzysu finansowego.

¹¹¹ Por. Motyw 1 Preambuły BRRD: „Celem wiarygodnych ram naprawy oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji jest zmniejszenie w jak największym stopniu konieczności takiego działania” (tj. pomocy publicznej).

¹¹² Por. M. Schillig, *Resolution...*, op.cit., s. 341. Szerzej na temat najnowszego podejścia Komisji Europejskiej w zakresie dopuszczalności udzielenia pomocy publicznej bankom w obliczu kryzysu por. Por. R. Ianus, M.F. Orzan, w: H.C.H. Hofmann, C. Micheau (red.), *State Aid Law of the European Union*, Oxford University Press, 2016, s. 278–280.

¹¹³ Tym niemniej należy podkreślić, że w Niemczech zdecydowano nie implementować opisanych przepisów art. 56–58 BRRD, por. M. Schillig, *Resolution...*, op.cit., s. 344.

W efekcie nadmiernym uproszczeniem byłoby określenie BRRD jako aktu mającego na celu po prostu zapobieżenie udzielaniu bankom wsparcia finansowego przy użyciu środków publicznych (czego przejawem jest określenie *no more bail-outs*). W wyjątkowych przypadkach, po zasięgnięciu opinii odpowiednich organów (ministerstwa finansów, banku centralnego) i jedynie pod warunkiem zapewnienia zgodności z unijnymi zasadami pomocy publicznej, możliwe jest nadzwyczajne publiczne wsparcie finansowe za pośrednictwem dodatkowych instrumentów stabilizacji finansowej (art. 56 BRRD), tj.:

- 1) publicznego instrumentu wsparcia kapitałowego (art. 57 BRRD);
- 2) instrumentu tymczasowej własności publicznej (art. 58 BRRD).

Zgodnie z przepisem art. 57 BRRD, państwa członkowskie mogą dokapitalizować bank poprzez objęcie instrumentów CET1, AT1 lub T2, pod warunkiem przestrzegania przepisów prawa spółek. Wymóg ten będzie oznaczał m.in. konieczność uwzględnienia prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy lub konieczność jego wyłączenia. Możliwe jest również objęcie banku tymczasową własnością publiczną poprzez zlecenie przez państwo członkowskie przeniesienia jego akcji na wskazany przezeń podmiot lub podmiot będący wyłączną własnością państwa członkowskiego (art. 58 ust. 2 BRRD). Podmioty objęte przedmiotowymi instrumentami muszą być zarządzane w sposób dochodowy i profesjonalny (art. 57 ust. 2 BRRD), zaś jego akcje objęte przez państwo członkowskie powinny zostać zbyte do sektora prywatnego tak szybko jak będzie to możliwe w świetle warunków rynkowych i finansowych (art. 57 ust. 3 i art. 58 ust. 3 BRRD).

Użycie rządowych instrumentów stabilizacji finansowej dopuszczalne jest tylko jako ostateczność¹¹⁴, zaś całkowicie zabronione jest zakładanie przez instytucję kredytową, że ostatecznie konieczne będzie udzielenie jej pomocy publicznej. Każdy bank ma obowiązek sporządzić plan naprawy na wypadek pogorszenia się jej sytuacji finansowej¹¹⁵. Zgodnie z przepisem art. 5 ust. 3 BRRD plan naprawy nie może zakładać udzielenia bankowi pomocy publicznej. Podobny zakaz adresowany jest względem organu *resolution* mającego sporządzić plan *resolution* instytucji kredytowej (art. 10 ust. 4 BRRD)¹¹⁶.

Praktyczne przypadki zastosowania pomocy publicznej wobec instytucji znajdujących się na skraju upadłości zostaną opisane w pkt 5. W kontekście hybrydowych instrumentów finansowych najważniejsze znaczenie ma przesłanka uruchomienia pomocy publicznej (lub wsparcia ze strony *Single Resolution Fund*, SRF) w postaci uprzedniego umorzenia co

¹¹⁴ Ibidem, s. 216.

¹¹⁵ Niezbędną treść planu naprawy określa Sekcja A Załącznika do BRRD, por. EBA /RTS/2014/11, 18 lipca 2014 r. oraz Wytyczne EBA (EBA/GL/2014/06, 18 lipca 2014 r.), por. ibidem, s. 167–169.

¹¹⁶ Szerzej na temat planu *resolution* por. ibidem, s. 170–171.

najmniej 8% ogółu zobowiązań banku (art. 37 ust. 10 BRRD). Zanim zostanie udzielona jakakolwiek pomoc publiczna, w pierwszej kolejności absorpcji strat muszą dokonać jej akcjonariusze i wierzyciele. W praktyce oznacza to absorpcję strat nie tylko przez akcjonariuszy, ale również przez posiadaczy hybrydowych instrumentów finansowych.

3. Mechanizm *bail-in*

3.1. Koncepcja i narzędzia *bail-in*

Podstawowe założenia mechanizmu *bail-in* na gruncie teoretycznym sformułowano w latach 90. ubiegłego stulecia, opierając się na ówczesnym, wystarczająco już zaawansowanym, poziomie rozwoju struktury hierarchii roszczeń w spółce. Zauważono, że spółka finansowana zarówno poprzez kapitał (*equity*), dług senioralny (*senior obligations*), jak i instrumenty hybrydowe (*junior obligations*) mogłaby radzić sobie z sytuacją kryzysową poprzez automatyczną konwersję instrumentów hybrydowych na kapitał oraz automatyczne umorzenie kapitału. Zdarzenia takie miałyby następować wówczas, gdy spółka nie będzie w stanie regulować swoich najbardziej uprzywilejowanych zobowiązań, tj. zobowiązań z tytułu długu senioralnego. W razie takiego zdarzenia (*default*) doszłoby do przywrócenia spółce odpowiedniej kondycji finansowej poprzez automatyczną zmianę struktury pasywów spółki (w tym do umorzenia najbardziej podporządkowanych zobowiązań, tj. kapitału), bez konieczności wszczynania postępowania upadłościowego¹¹⁷.

Współcześnie aksjologiczne uzasadnienie mechanizmu *bail-in* określa Recital 41 i 49 BRRD. Po pierwsze, narzędzia *resolution* (a więc również i *bail-in*) powinny generalnie zostać uruchomione zanim księgi rachunkowe banku wykażą jej niewypłacalność i zanim wyczerpaniu ulegną jej fundusze własne. Po drugie, należy zachować zgodność z postanowieniem art. 52 Karty Praw Podstawowych Unii Europejskiej: narzędzia *resolution* mogą być uruchomione jedynie wówczas, gdy jest to konieczne dla osiągnięcia celu stabilności finansowej w interesie ogólnym. Jako przykład konieczności zastosowania narzędzi *resolution* w celu zapewnienia ciągłości funkcji systemowych banku wskazano sytuację, w której niemożliwa byłaby likwidacja majątku banku w ramach standardowego postępowania upadłościowego bez destabilizacji systemu finansowego, a sektor prywatny nie byłby w stanie zaproponować odpowiedniego rozwiązania sytuacji kryzysowej. Należy podkreślić, że jest to jedynie przykład, a katalog sytuacji, w których zachodzi konieczność zastosowania narzędzi *resolution* pozostaje otwarty.

¹¹⁷ Por. koncepcje przedstawione w: B. Adler, *Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*, „Stanford Law Review” 1993, no. 45, s. 311, 323–326; B. Adler, *A Theory of Corporate Insolvency*, „New York University Law Review” 1997, no. 72, s. 343, 353; M. Bradley, M. Rosenzweig, *The Untenable Case for Chapter 11*, „Yale Law Journal” 1992, no. 101, s. 1043.

Przepis art. 43 BRRD określa mechanizm *bail-in* jako zastosowanie wobec instytucji objętej *resolution* narzędzi *resolution* określonych w przepisie art. 37 ust. 3 BRRD, tj. m.in.:

- 1) obniżenie, w tym obniżenie do zera, wysokości kwoty głównej lub pozostającej do spłaty kwoty głównej,
- 2) konwersja zobowiązań kwalifikowanych instytucji objętej *resolution* na akcje zwykłe (CET1) lub inne instrumenty właścicielskie¹¹⁸,
- 3) umorzenie akcji lub kwalifikowanych instrumentów dłużnych,
- 4) zmiana warunków instrumentów dłużnych i innych zobowiązań kwalifikowanych, tj. terminu wymagalności, kwoty odsetek, terminu płatności odsetek (w tym również zmiana polegająca na tymczasowym zawieszeniu wypłaty kuponu),
- 5) żądanie od instytucji wyemitowania nowych akcji lub innych instrumentów właścicielskich lub innych kapitałowych instrumentów finansowych¹¹⁹, w tym akcji uprzywilejowanych oraz warunkowych instrumentów zamiennych (tj. CE CoCos).

3.2. Zagrożenie instytucji upadłością

3.2.1. Uwagi ogólne

W przeciwieństwie do kontraktowego mechanizmu absorpcji strat (umorzenie lub konwersja) określonego w warunkach emisji CoCos, mechanizm *bail-in* nie ulega automatycznemu uruchomieniu na podstawie samego tylko stwierdzenia przez zarząd banku, że czynnik kapitałowy został naruszony. Zgodnie z przepisem art. 82 BRRD, organ *resolution* musi w tym celu stwierdzić, że bank znajduje się na progu upadłości lub zagrożonej upadłości (*failing or likely to fail*). Z perspektywy rynku jest to dość ogólna przesłanka, pozostawiająca dużą swobodę uznaniową organom *resolution*¹²⁰. W efekcie trudno jest wycenić ryzyko uruchomienia mechanizmu *bail-in*¹²¹, podobnie jak w przypadku mechanizmu PONV, określonego w warunkach emisji niektórych AT1 CoCos¹²².

¹¹⁸ Instrumenty właścicielskie zostały zdefiniowane w przepisie art. 2 ust. 1 pkt 60 BRRD jako: 1) akcje, 2) inne instrumenty nadające prawa własności, 3) instrumenty, które są zamienne na akcje lub instrumenty właścicielskie bądź dają prawo do nabycia akcji lub innych instrumentów właścicielskich, oraz 4) instrumenty reprezentujące prawa do akcji lub innych instrumentów właścicielskich. Definicja ta wzbudza pewne wątpliwości interpretacyjne. Gdyby zakresem tego pojęcia objąć instrumenty zamienne na akcje jako takie, za instrument właścicielski w rozumieniu BRRD należałoby uznać również instrument CE CoCos, ale PWD CoCos, czy instrument T2 – już nie. Wówczas konsekwentnie, według literalnego brzmienia BRRD posiadaczy CE CoCos należałoby zatem traktować jako akcjonariuszy banku (art. 2 ust. 1 pkt 61 BRRD). Wydaje się jednak, że intencja ustawodawcy unijnego była inna, a pojęcia „instrumentów, które są zamienne na akcje” oraz „warunkowych instrumentów zamiennych” należy traktować rozłącznie. Nie znajduje uzasadnienia odmienne traktowanie w tej materii posiadaczy CE CoCos i PWD CoCos.

¹¹⁹ Dla celów umorzenia instrumentów kapitałowych (Tytuł IV Rozdział V) oraz *bail-in* (Tytuł IV Rozdział IV Sekcja 5) instrumenty kapitałowe zostały zdefiniowane w przepisie art. 2 pkt 74 BRRD jako AT1 i T2.

¹²⁰ Szczegółowe zasady oceny sytuacji finansowej banku zostaną przedstawione dalej.

¹²¹ M. Schillig, *Resolution...*, op.cit., s. 286.

¹²² Por. pkt 4 i 6.2 oraz Rozdział I.2.3.4.

3.2.2. Proces BION

W procesie badania i oceny nadzorczej (tzw. BION) adekwatności kapitałowej banku, nadzór bankowy ocenia czy bank adekwatnie do swojego profilu ryzyka i modelu biznesowego stosuje się do przepisów CRD IV, CRR, wiążących standardów technicznych w postaci rozporządzeń Komisji Europejskiej wydawanych na podstawie przepisów rozporządzenia CRR, ustaw, w tym przede wszystkim przepisów PrBank, uchwał KNF, rozporządzeń ministra właściwego do spraw instytucji finansowych, oraz rekomendacji KNF i innych dokumentów wskazujących dobre praktyki bankowe, wydawanych przez KNF. Spójność przeglądu i oceny nadzorczej (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP) w ramach krajów członkowskich UE jest zapewniona dzięki wydanym przez EBA *Wytycznym w sprawie wspólnych procedur i metodyk dotyczących procesu przeglądu i oceny nadzorczej* (zwanymi dalej Wytycznymi SREP), które jednocześnie doprecyzowują proces przeglądu i oceny nadzorczej określony w przepisie art. 97 CRD IV.

Nadzór ustala częstotliwość i intensywność przeglądów oraz ocen nadzorczych, uwzględniając wielkość, znaczenie systemowe, charakter, skalę a także złożoność działalności danej instytucji i zasadę proporcjonalności¹²³. Realizacja procesu BION, prowadzonego w szczególności w ramach kwartalnej i rocznej oceny BION.

Ocenę końcową nadaną w wyniku procesu BION należy interpretować w sposób następujący¹²⁴:

Ocena BION 1,00–1,75 – Dobra ogólna sytuacja banku: brak istotnych nieprawidłowości z punktu widzenia bezpieczeństwa środków zgromadzonych na rachunkach bankowych.

Ocena BION 1,76–2,50 – Zadowolająca ogólna sytuacja banku: mogą występować pewne nieprawidłowości w działalności banku, jednak nie stanowią one zagrożenia z punktu widzenia bezpieczeństwa środków zgromadzonych na rachunkach bankowych.

Ocena BION 2,51–3,25 – Budząca zastrzeżenia ogólna sytuacja banku: występujące nieprawidłowości – jeżeli nie zostaną wyeliminowane – mogą być istotne z punktu widzenia bezpieczeństwa środków zgromadzonych na rachunkach bankowych.

Ocena BION 3,26–4,00 – Bardzo niekorzystna ogólna sytuacja banku: występujące nieprawidłowości są istotne z punktu widzenia bezpieczeństwa środków zgromadzonych na rachunkach bankowych, w skrajnym przypadku (ocena końcowa BION 4,00) bank może znajdować się u progu upadłości.

¹²³ Por. art. 97 CRD IV.

¹²⁴ *Metodyka...*, op.cit. s. 76–77.

Ocena BION „F” – Bank uznany za zagrożony upadłością: występuje co najmniej jedna z poniższych okoliczności określonych w przepisie art. 101 ust. 3 ustawy o BFG¹²⁵, tj.:

- a) występują przesłanki uznania, że bank nie będzie spełniał warunków prowadzenia działalności w stopniu uzasadniającym uchylenie albo cofnięcie zezwolenia na utworzenie banku;
- b) aktywa banku nie wystarczają na zaspokojenie jego zobowiązań albo występują przesłanki uznania, że aktywa banku nie wystarczą na zaspokojenie jego zobowiązań;
- c) bank nie reguluje swoich wymagalnych zobowiązań albo występują przesłanki uznania, że nie będzie ich regulował;
- d) kontynuacja działalności banku wymaga zaangażowania nadzwyczajnych środków publicznych.

3.2.3. Bank znajdujący się „na progu upadłości lub zagrożony upadłością”

Wykładnię, kiedy uznać instytucję za będącą „na progu upadłości lub zagrożoną upadłością” zawierają wytyczne EBA z 6 sierpnia 2015 roku dotyczące interpretacji różnych okoliczności, w których instytucja jest uznawana za będącą na progu upadłości lub zagrożona upadłością na mocy art. 32 ust. 6 dyrektywy 2014/59/EU¹²⁶. EBA wskazuje, że ocenie należy poddać obiektywne przesłanki dotyczące (i) pozycji kapitałowej instytucji, (ii) pozycji płynnościowej oraz (iii) inne wymogi będące warunkiem otrzymania zezwolenia (w tym zasady zarządzania i możliwości operacyjne).

Stosownie do wspomnianych wytycznych EBA (EBA/GL/2015/07) uznanie banku w ramach procesu BION:

- a) za znajdujący się na progu upadłości – skutkuje nadaniem bankowi oceny końcowej BION na poziomie 4,00;
- b) za zagrożony upadłością przy braku przesłanek wskazujących na możliwe usunięcie zagrożenia – skutkuje nadaniem bankowi oceny końcowej BION na poziomie F.

3.2.4. Bank znajdujący się na progu upadłości – środki wczesnej interwencji i inne środki nadzorcze

Transpozycja przepisów BRRD przełożyła się na uzupełnienie zestawu środków nadzorczych, o których mowa w przepisach art. 138, art. 138c i art. 141 PrBank o środki wczesnej interwencji. Chodzi tu przede wszystkim o takie środki jak: (i) Wystąpienie do

¹²⁵ Ustawa z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (DzU 2016, poz. 996) weszła w życie z dniem 9 października 2016 r. w wyniku implementacji BRRD do krajowego porządku prawnego.

¹²⁶ EBA/GL/2015/07.

zarządu banku z żądaniem wdrożenia planu naprawy (art. 142 ust. 3 pkt 1 PrBank), (ii) możliwość zobowiązania zarządu banku do zwołania zgromadzenia akcjonariuszy (art. 142 ust. 3 pkt 4 PrBank), (iii) możliwość nakazania (z uwzględnieniem planu naprawy) sporządzenia i realizacji planu restrukturyzacji zobowiązań wobec niektórych lub wszystkich wierzycieli (art. 142 ust. 3 pkt 6 PrBank), (iv) wprowadzenie kuratora do banku, zgodnie z art. 144 PrBank w celu poprawy sytuacji banku lub zapewnienia efektywności wdrażanego planu naprawy, czy wreszcie (v) wprowadzenie w banku zarządu komisarycznego, zgodnie z art. 145 PrBank w celu zapewnienia efektywności wdrażanego planu naprawy, albo w przypadku, gdy realizacja tego planu okaże się nieskuteczna.

W szczególności należy uznać, że w ocenie EBA ocena BION 4 powinna działać inicjująco (stanowiąc *trigger*) do zastosowania środków wczesnej interwencji¹²⁷.

3.2.5. Kryteria uznania banku za zagrożony upadłością

3.2.5.1. Naruszenie przez bank wymogów w zakresie funduszy własnych

Podstawowe kryterium uznania, że instytucja jest zagrożona upadłością stanowi naruszenie lub niebezpieczeństwo naruszenia przez podmiot wymogów w zakresie funduszy własnych stratę lub niebezpieczeństwo straty naruszającej w istotnym stopniu fundusze własne¹²⁸.

W przypadku naruszenia przez podmiot wymogów w zakresie funduszy własnych:

- 1) organ nadzoru może wyznaczyć termin na uzupełnienie przez bank kapitałów do poziomu niezbędnego dla ostrożnego i stabilnego funkcjonowania instytucji¹²⁹;
- 2) bank zobowiązany jest do wdrożenia planu naprawy, przy czym KNF może brać pod uwagę zachowywanie przez bank wymogu w zakresie funduszy własnych (uwzględniających *add-on*)¹³⁰, powiększonego o 1,5 punktu procentowego (*recovery trigger*)¹³¹;

¹²⁷ Por. *Draft guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP) and supervisory stress testing*, EBA/GL/2014/13, European Banking Authority, 20 września 2017.

¹²⁸ Por. art. 101 ust. 5 pkt 1 i 3 ustawy o BFG.

¹²⁹ W myśl art. 60 i art. 61 ustawy o z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym, w przypadku nie spełniania przez instytucję wymogu połączonego bufora, winna ona przygotować plan ochrony kapitału i przedstawić go KNF. Jednocześnie jeżeli KNF nie otrzyma takiego planu w wymaganym terminie, albo nie zatwierdzi planu ochrony kapitału, zobowiązuje instytucję do podwyższenia funduszy własnych, w terminach określonych przez Komisję, do poziomu niezbędnego do ostrożnego i stabilnego funkcjonowania instytucji.

¹³⁰ Zgodnie z art. 138 ust.1 pkt 2a) PrBank, KNF może zalecić bankowi przestrzeganie dodatkowych wymogów w zakresie funduszy własnych ponad wartość wynikającą z CRR. Przepis art. 138 ust. 3 pkt 4 PrBank wskazuje, że w przypadku braku realizacji przez bank zaleceń wydanych na podstawie przepisu art. 138 ust. 1, a także gdy działalność banku wykonywana jest z naruszeniem przepisów prawa (...), KNF po wcześniejszym upomnieniu na piśmie może uchylić zezwolenie na utworzenie banku lub podjąć decyzję o likwidacji banku.

¹³¹ Por. art. 142 PrBank.

3) organ nadzoru może wystąpić do zarządu banku z żądaniem zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia (NWZ) w celu rozpatrzenia sytuacji banku, podjęcia decyzji o pokryciu straty bilansowej lub podjęcia innych uchwał, w tym o zwiększeniu funduszy własnych¹³². Zarząd banku powinien zwołać NWZ w ciągu 14 dni od dnia otrzymania decyzji¹³³.

Jeżeli po upływie 6 miesięcy od dnia NWZ zwołanego w celu rozpatrzenia sytuacji banku, podjęcia decyzji o pokryciu straty bilansowej lub podjęcia innych uchwał, w tym uchwały o zwiększeniu funduszy własnych, strata będzie przekraczać połowę funduszy własnych banku, KNF może wydać decyzję o uchyleniu zezwolenia na utworzenie banku i jego likwidacji¹³⁴. Dodatkowo należy mieć na uwadze, że w przypadku wystąpienia okoliczności grożących niewypłacalnością banku lub obniżeniem sumy funduszy własnych banku w takim stopniu, że nie byłyby spełnione wymagania obowiązujące przy tworzeniu banku¹³⁵, KNF może wydać decyzję o likwidacji banku w terminie innym niż 6 miesięcy.

W związku z powyższym, jeżeli pomimo wdrożonego planu naprawy od dnia zwołania NWZ fundusze własne banku spadają poniżej norm nadzorczych, utrzymując się jednak powyżej połowy funduszy własnych, powinno to skutkować nadaniem bankowi oceny końcowej BION „4,00”. Jeżeli nie nastąpi wsparcie kapitałowe od podmiotu dominującego, a zastosowane środki wczesnej interwencji nie skutkują odbudowaniem kapitałów do poziomu *recovery trigger*, wówczas BFG powinna podjąć decyzję o umorzeniu instrumentów CET1, a jeżeli to nie wystarcza na pokrycie niedoborów, w następnej kolejności podjąć decyzję o umorzeniu lub konwersji na instrument CET1 odnośnie instrumentu AT1, następnie obligacji lub pożyczek podporządkowanych Tier 2.

Scenariusze zdarzeń mogące skutkować nadaniem bankowi oceny końcowej BION na poziomie F są z kolei następujące:

1) od dnia zwołania NWZ, fundusze własne banku spadają poniżej połowy funduszy własnych lub występują okoliczności grożące niewypłacalnością banku bądź obniżeniem funduszy własnych banku do poziomu, w którym nie byłyby spełnione wymagania obowiązujące przy tworzeniu banku;

¹³² Por. art. 142 ust. 3 pkt 4 PrBank.

¹³³ Por. art. 142a ust. 1 PrBank.

¹³⁴ Por. art. 147 PrBank.

¹³⁵ W przypadku banków komercyjnych równowartości 5 000 000 EUR przeliczonej według kursu średniego ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w dniu wydania zezwolenia na utworzenie banku. W przypadku banków spółdzielczych, których założyciele wyrazili zamiar zawarcia umowy zrzeszenia, na podstawie ustawy o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających, kapitał założycielski nie może być niższy od równowartości w złotych 1 000 000 EUR (art. 32 PrBank).

2) bank nie jest w stanie odbudować kapitałów do poziomów spełniających wymagania regulacyjne.

Nadanie oceny BION F oznacza spełnienie podstawowej przesłanki wszczęcia procedury *resolution*, o której mowa w przepisie art. 101 ust. 7 pkt 1 ustawy o BFG (por. szerzej pkt 3.3). W ramach tej procedury może dojść do konwersji instrumentów kapitałowych¹³⁶ z zastosowaniem co najmniej jednego z narzędzi *resolution* w postaci przejęcia przedsiębiorstwa, instytucji pomostowej, umorzenia lub konwersji zobowiązań oraz wydzielenia praw majątkowych.

Osobną kwestię stanowi przyjęcie przez nadzór maksymalnego okresu, w którym nieuzupełnienie kapitału do poziomu przekraczającego minimalne wartości progowe jest równoważne nadaniu oceny F, i który mieści się we wspomnianych 6-miesięcznych ramach czasowych liczonych od dnia zwołania NWZ.

3.2.5.2. Naruszenie przez bank wymogów w zakresie płynności

Obok badania poziomu funduszy własnych banku (adekwatności poziomu funduszy własnych do poziomu aktywów i związanego z nimi ryzyka), najwyższą uwagę ze względu na zagrożenie upadłością zwraca się na płynność instytucji. Przepis art. 101 ust. 5 pkt 1 ustawy o BFG wskazuje, że bank można uznać za zagrożony upadłością w szczególności, gdy wystąpi naruszenie lub niebezpieczeństwo naruszenia przez podmiot wymogów w zakresie płynności. Obniżenie poziomu płynności banku skutkujące niedotrzymaniem wymaganego poziomu wskaźnika pokrycia wpływów netto – LCR + *add-on*¹³⁷, powinno skutkować nadaniem oceny BION za poziom płynności równej 4,00 i nałożeniem na bank wymogu realizacji planu przywrócenia zgodności z obowiązującym bank poziomem normy LCR¹³⁸.

Art. 101 ust. 3 pkt 3 ustawy o BFG stanowi, że za zagrożony upadłością uznaje się również bank, w przypadku którego występują przesłanki uznania, że nie będzie regulował swoich zobowiązań. W szczególności za przesłankę taką można przyjąć brak realizacji planu

¹³⁶ Na podstawie art. 70 ust. 1 pkt 2 ustawy o BFG, Fundusz może dokonać umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych w ramach przymusowej restrukturyzacji.

¹³⁷ W myśl art. 138 ust. 1 pkt 1a) PrBank, KNF może zalecić bankowi przestrzeganie dodatkowych wymogów w zakresie płynności. Przepis art. 138 ust. 3 pkt 4 PrBank wskazuje, że w przypadku braku realizacji przez bank zaleceń z art. 138 ust. 1, a także gdy działalność banku wykonywana jest z naruszeniem przepisów prawa, KNF po wcześniejszym upomnieniu na piśmie może uchylić zezwolenie na utworzenie banku lub podjąć decyzję o likwidacji banku.

¹³⁸ Zgodnie z art. 414 CRR, jeżeli instytucja nie spełnia wymogów dotyczących płynności określonych w art. 412 CRR, lub spodziewa się, że ich nie spełni, niezwłocznie powiadamia o tym właściwe organy i bez zbędnej zwłoki przedstawia właściwym organom plan szybkiego przywrócenia zgodności z art. 412 CRR. Do czasu przywrócenia zgodności instytucja, na koniec każdego dnia roboczego – chyba że właściwy organ zatwierdzi mniejszą częstotliwość sprawozdań i dłuższe terminy sprawozdawcze – zgłasza pozycje dotyczące aktywów płynnych i stabilnego finansowania. Właściwe organy monitorują realizację planu przywrócenia zgodności, a w stosownych przypadkach wymagają szybszego przywrócenia zgodności.

przywrócenia zgodności z obowiązującym bank poziomem normy LCR w określonym terminie (w tym, w zakresie *add-on*). Tym bardziej zagrożony upadłością jest bank, który nie reguluje swoich zobowiązań¹³⁹, co powinno skutkować nadaniem oceny końcowej F.

3.2.5.3. Pozostałe kryteria uznania banku za zagrożonego upadłością

Pozostałe kryteria uznania, że instytucja jest zagrożona upadłością to:

- 1) naruszenie lub niebezpieczeństwo naruszenia przez podmiot wymogów w zakresie dźwigni finansowej,
- 2) naruszenie określonego przez BFG minimalnego poziomu wymogu dotyczącego funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowanych¹⁴⁰,
- 3) prowadzenie przez podmiot działalności z naruszeniem prawa lub statutu, które może prowadzić do niewypłacalności lub utraty płynności, oraz
- 4) brak realizacji zaleceń KNF¹⁴¹.

Ponadto w wytycznych EBA (EBA/GL/2015/07) wymienia się kolejne przesłanki, które należy uwzględnić oceniając zagrożenie upadłością, do których należą między innymi:

- 1) pojawiające się sygnały paniki bankowej i inne niekorzystne zmiany wpływające na stabilność struktury finansowania, w tym:
 - a) niedotrzymanie obowiązujących norm płynności długoterminowej,
 - b) ograniczenie możliwości odnowienia finansowania (skracanie terminów zapadalności i zmiany rodzajów źródeł finansowania),
 - c) ograniczenie dostępu do źródeł finansowania długoterminowego lub/i linii kredytowych;
- 2) rosnący w dłuższym horyzoncie czasowym koszt finansowania banku, stanowiący zagrożenie dla jego rentowności i pozycji kapitałowej, widoczny zwłaszcza w niekorzystnej wysokości marż finansowania zabezpieczonego i niezabezpieczonego w porównaniu z innymi bankami;
- 3) pozycję instytucji w systemach płatności, rozrachunków i rozliczeń oraz oznaki, że instytucja ma trudność w dotrzymywaniu swoich zobowiązań, w tym w realizowaniu płatności w systemach płatności, rozrachunków i rozliczeń;
- 4) zmiany, które mogą znacząco negatywnie wpłynąć na reputację instytucji, w szczególności znaczne obniżenie ratingu przez jedną lub kilka agencji ratingowych, jeżeli prowadzi ono do znacznych odpływów płynności lub braku możliwości odnowienia

¹³⁹ Por. art. 101 ust. 3 pkt 3 ustawy o BFG.

¹⁴⁰ Tzw. MREL, por. pkt 7.

¹⁴¹ Por. art. 101 ust. 5 ustawy o BFG.

finansowania lub do uruchomienia mechanizmów umownych uzależnionych od ratingów zewnętrznych;

- 5) znaczne pogorszenie postrzegania banku przez rynek znajdujące odzwierciedlenie m.in. w poziomie wskaźników kapitałowych (takich jak cena akcji i wskaźnik wartości księgowej do rynkowej) lub wskaźników związanych z zadłużeniem (takie jak wycena swapów ryzyka kredytowego lub spread długu podporządkowanego).

3.3. Uruchomienie mechanizmu *bail-in*

Preambuła BRRD nie pozostawia wątpliwości, że standardowym sposobem postępowania względem instytucji zagrożonej upadłością powinno być wszczęcie zwykłego postępowania upadłościowego (pkt 45). Jedynie wówczas, gdy w danym przypadku zagrożona jest stabilność systemu finansowego, kontynuacja funkcji krytycznych banku lub ochrona środków deponentów, wszczęcie *resolution* może leżeć w interesie publicznym. Zgodnie zaś z przepisem art. 32 ust. 5 BRRD interes publiczny zachodzi wówczas, gdy cele postępowania *resolution* zostaną w większym stopniu zrealizowane w postępowaniu *resolution* niż w ramach standardowego postępowania upadłościowego. Zgodnie z przepisem art. 24 Rozporządzenia Delegowanym Komisji (UE) 2016/1075¹⁴², organ *resolution* powinien dokonać oceny, czy zastosowanie standardowej procedury upadłościowej pozwala wiarygodnie i wykonalnie osiągnąć cele *resolution* w takim samym stopniu jak *resolution* w warunkach ograniczenia nadzwyczajnego wsparcia publicznego.

Zgodnie z przepisem art. 101 ust. 7 ustawy o BFG, organ *resolution* może wydać decyzję o wszczęciu *resolution* wówczas, gdy łącznie spełnione są następujące warunki:

- 1) podmiot jest zagrożony upadłością,
- 2) brak jest przesłanek wskazujących, że możliwe działania nadzorcze lub działania podmiotu zagrożonego upadłością pozwolą w odpowiednim czasie usunąć to zagrożenie,
- 3) wszczęcie postępowania *resolution* leży w interesie publicznym.

BFG jest zatem zobowiązane przeprowadzić ocenę wiarygodności zwykłej procedury upadłościowej na potrzeby realizacji celów *resolution*, zgodnie z Rozporządzeniem

¹⁴² Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2016/1075 z dnia 23 marca 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających treść planów naprawy, planów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz grupowych planów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, minimalne kryteria, które właściwy organ ma poddać ocenie w odniesieniu do planów naprawy i grupowych planów naprawy, warunki udzielenia wsparcia finansowego w ramach grupy, wymagania wobec niezależnych rzeczoznawców, umowne uznanie uprawnień do umorzenia i konwersji, procedury i treść wymogów dotyczących powiadomienia i obwieszczenia o zawieszeniu oraz sposób funkcjonowania kolegiów ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji.

Delegowanym Komisji (UE) 2016/1075. Organ *resolution* powinien zatem uwzględnić wpływ ewentualnej upadłości likwidacyjnej banku na funkcjonowanie:

- 1) rynku finansowego, w tym ogólny poziom zaufania na rynku,
- 2) infrastruktury rynku finansowego, w tym ryzyko „zarażenia” (*contagion*),
- 3) innych instytucji finansowych, w tym wzrost kosztów finansowania albo ograniczenie dostępu do rynków finansowych, powodujące zagrożenie dla stabilności finansowej,
- 4) realnej gospodarki, w tym zwłaszcza dostęp podmiotów niefinansowych do krytycznych funkcji finansowych.

Z powyższych względów BFG uzna wszczęcie *resolution* za leżące w interesie publicznym wówczas, gdy w większym stopniu niż standardowe postępowanie upadłościowe doprowadzi ono do:

- 1) utrzymania stabilności systemu finansowego, w tym ochrony zaufania do sektora finansowego i zachowanie dyscypliny rynkowej,
- 2) ograniczenie zaangażowania środków publicznych,
- 3) utrzymanie funkcji krytycznych instytucji finansowej,
- 4) ochronę deponentów (w zakresie depozytów gwarantowanych).

Spśród powyższych pojęć szerszej analizy wymaga pojęcie „funkcji krytycznych”. Zgodnie z przepisem art. 2 pkt 17 ustawy o BFG (implementującym przepis art. 2 pkt 35 BRRD), funkcje te oznaczają „usługi, operacje lub inną działalność podmiotu lub grupy, których zaprzestanie mogłoby prowadzić, w jednym lub kilku państwach członkowskich będących członkiem Unii Europejskiej, do zakłóceń w funkcjonowaniu gospodarki lub zagrozić stabilności finansowej ze względu na wielkość podmiotu lub grupy, ich udział w rynku, złożoność, działalność transgraniczną, powiązania gospodarcze lub finansowe, w szczególności uwzględniając możliwość wykonywania tych usług, operacji lub innej działalności przez inne podmioty”. Podobne kryteria wymienia przepis art. 6 Rozporządzenia Delegowanego KE 2016/778¹⁴³. Na podstawie wskazanego przepisu, funkcje krytyczne muszą spełniać kumulatywnie następujące przesłanki:

- 1) muszą być świadczone na rzecz zewnętrznych podmiotów trzecich,
- 2) nagłe przerwanie świadczenia takich usług będzie prawdopodobnie miało istotny negatywny wpływ na podmioty trzecie, spowoduje „zarażenie” lub podważy generalnie

¹⁴³ Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2016/778 z dnia 2 lutego 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE w odniesieniu do okoliczności i warunków, w jakich zapłata nadzwyczajnych składek *ex post* może zostać częściowo lub całkowicie odroczone, oraz w zakresie kryteriów służących określeniu działań, usług i operacji w odniesieniu do funkcji krytycznych oraz określeniu linii biznesowych wraz z powiązanymi usługami w odniesieniu do głównych linii biznesowych.

zaufanie uczestników rynku ze względu na systemowe znaczenie tych funkcji lub istotny udział podmiotu w dostarczaniu tych usług.

Rozporządzenie Delegowane KE 2016/778 idzie jeszcze dalej, doprecyzowując kryteria pojęć użytych w powyższych przesłankach, tj. negatywnego wpływu na podmioty trzecie i przerwania świadczenia usług.

Kryteria oceny wpływu na podmioty trzecie obejmują:

- 1) istotę i zasięg działalności instytucji finansowej, wartość i liczbę transakcji, liczbę klientów, liczbę klientów dla których instytucja finansowa jest jedynym lub podstawowym dostawcą usług;
- 2) znaczenie instytucji finansowej dla rynku, wyrażone poprzez udział w rynku, powiązania, działalność transgraniczną, stopień skomplikowania itd.;
- 3) typ klientów i interesariuszy korzystających z usług instytucji finansowej;
- 4) wpływ zaprzestania świadczenia usług na rynek, infrastrukturę rynku klientów i usługi publiczne (zwłaszcza na płynność rynku, działalność klientów i potrzeby płynnościowe, postrzeganie przez klientów, kontrahentów i opinię publiczną, zakres i szybkość reakcji klientów), na inne rynki, ich płynność, operacje i strukturę, kontrahentów podstawowych klientów, powiązane usługi.

Z kolei przerwanie realizacji funkcji lub świadczenia usług oznacza przypadek, gdy funkcje te nie mogą być realizowane lub dostarczane w porównywalnym zakresie i jakości, na porównywalnych warunkach lub zmiana dostawcy nie może nastąpić w sposób uporządkowany.

Negatywną przesłanką uznania danej działalności za funkcję krytyczną jest jej tzw. zastępowalność. Funkcję uznaje się za zastępowalną wówczas, gdy jest ona możliwa do zastąpienia przez innego dostawcę w akceptowalny sposób i w rozsądnym czasie unikając problemów dla rynku finansowego i gospodarki realnej. Również i w tym wypadku Rozporządzenie Delegowane KE 2016/778 ustala precyzyjne kryteria uznania danej funkcji za zastępowalną.

Dokonując oceny zastępowalności należy zatem wziąć pod uwagę:

- 1) strukturę rynku dla przedmiotowej funkcji (usługi) i alternatywnych dostawców,
- 2) zdolność innych dostawców do realizacji funkcji, bariery wejścia i rozwoju,
- 3) skłonność innych dostawców do przejęcia realizacji funkcji,
- 4) czas niezbędny do zmiany dostawcy, koszty zmiany, czas niezbędny dla dostawcy dla przejęcia realizacji funkcji w punktu widzenia zapobieżenia istotnemu zaprzestaniu (przerwaniu) ich świadczenia.

Na podstawie art. 102 ust. 4 ustawy o BFG, KNF uznaje bank za zagrożony upadłością w pierwszej kolejności na podstawie wyników oceny BION i wyników realizacji planu naprawy, zastosowania środków nadzoru, w tym środków wczesnej interwencji¹⁴⁴. Komisja niezwłocznie informuje BFG o spełnieniu przesłanek uznania banku za zagrożonego upadłością oraz o braku przesłanek wskazujących, że możliwe do podjęcia „działania nadzorcze” lub działania banku pozwolą we właściwym czasie usunąć to zagrożenie¹⁴⁵. Jako „działania nadzorcze” należy rozumieć wyczerpanie opcji naprawy i możliwości naprawy sytuacji podmiotu w drodze zastosowania środków wczesnej interwencji¹⁴⁶. W takiej sytuacji, jeżeli BFG stwierdzi, że działania wobec podmiotu krajowego konieczne są w interesie publicznym¹⁴⁷, wydaje decyzję wobec podmiotu krajowego o umorzeniu lub konwersji instrumentów kapitałowych¹⁴⁸, bez dokonania takiego umorzenia lub konwersji bank nie spełnia warunków kontynuowania działalności lub kontynuacja działalności wymagałaby nadzwyczajnego wsparcia ze środków publicznych¹⁴⁹.

Jeżeli przymusowe umorzenie lub konwersja instrumentów AT1 i T2 są niewystarczające do kontynuowania działalności bez nadzwyczajnego wsparcia ze środków publicznych, nadzór wydaje decyzję o wszczęciu przymusowej restrukturyzacji (*resolution*)¹⁵⁰.

3.4. Wycena wartości instytucji finansowej i wybór strategii *resolution*

Celem mechanizmu *bail-in* jest stabilizacja sytuacji finansowej poprzez absorpcję strat, tak aby wartość instytucji netto wynosiła zero, a następnie jej rekapitalizacja, aż do osiągnięcia wymogów kapitałowych CRR. W tym celu konieczne jest zatem precyzyjne określenie wartości instrumentów, która musi zostać umorzona (lub skonwertowana) w ramach *bail-in*. Przepisy art. 36 BRRD oraz art. 20 Rozporządzenia SRM przewidują dwa rodzaje wyceny wartości instytucji znajdującej się na skraju upadłości: wycenę *ex ante* oraz wycenę *ex post*. Wycena *ex ante* ma na celu uzyskanie przez organ *resolution* niezbędnej

¹⁴⁴ KNF bierze także pod uwagę wyniki badania jakości aktywów, zawiadomienia zarządu podmiotu i inne informacje uzyskane w trybie nadzoru.

¹⁴⁵ Por. art. 101 ust. 1 ustawy o BFG.

¹⁴⁶ Por. art. 70 ust. 10 ustawy o BFG.

¹⁴⁷ Decyzje są podejmowane w interesie publicznym, jeśli są konieczne dla zapewnienia realizacji co najmniej jednego z celów *resolution* określonych w przepisie art. 66 ustawy o BFG, a osiągnięcie tych celów w takim samym stopniu nie jest możliwe w ramach sprawowanego nadzoru lub postępowania upadłościowego (Por. art. 101 ust. 10 ustawy o BFG).

¹⁴⁸ Por. art. 70 ust. 1 pkt 1 i 70 ust. 2 pkt 1 ustawy o BFG w zw. z art. 101 ust. 7 ustawy o BFG.

¹⁴⁹ Por. art. 70 ust. 2 pkt 2 i 3 ustawy o BFG.

¹⁵⁰ Na podstawie przepisów BRRD organy *resolution* powinny być zobowiązane do całkowitego umorzenia instrumentów kapitałowych lub ich konwersji na instrumenty w kapitale podstawowym Tier 1 przed podjęciem wszelkich działań w ramach restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji – por. pkt 4.

wiedzy co do rozmiarów koniecznego do przeprowadzenia *bail-in*¹⁵¹. Wycena *ex ante* powinna zawierać m.in. podział wierzycieli na kategorie odpowiadające hierarchii absorpcji strat oraz oszacowanie zakładanego sposobu traktowania akcjonariuszy i wierzycieli. Zgodnie z przepisem art. 36 ust. 9 BRRD możliwe jest jednak przeprowadzenie wstępnej analizy *ex ante* – wówczas, gdy nie jest możliwa wycena spełniająca powyższe kryterium, a sprawa ma charakter pilny. Wobec specyfiki materii *bail-in* wydaje się, że taki właśnie charakter będzie posiadać większość przypadków wyceny. Wstępna wycena powinna spełniać kryteria oceny *ex ante* jedynie „w miarę możliwości wynikających z zaistniałych okoliczności”. Celem dokonywanej przez niezależny podmiot wyceny *ex post* jest natomiast sprawdzenie, czy użycie mechanizmu *bail-in* nie spowodowało nadmiernego obciążenia inwestorów ciężarem strat. Gdyby okazało się, że wartość poniesionych strat przewyższa wartość strat, które ponieśliby w hipotetycznym postępowaniu upadłościowym, wówczas inwestorzy ci mogą żądać rekompensaty od SRF (art. 75 BRRD)¹⁵².

Jak wskazywano, podstawowym („domyślnym”) sposobem rozwiązania problemu znalezienia się instytucji finansowej na skraju upadłości jest wszczęcie standardowego postępowania upadłościowego. Jeżeli jednak spełniona jest przesłanka interesu publicznego i wszczęte zostaje postępowanie *resolution*, wówczas w następnej kolejności należy dokonać wyboru strategii *resolution*.

3.5. Zobowiązania kwalifikowane na potrzeby *bail-in*

Wszystkie zobowiązania banku, z wyjątkiem tych wskazanych w przepisie art. 44 BRRD, są kwalifikowane na potrzeby *bail-in*¹⁵³. Na podstawie wskazanego przepisu przymusowemu umorzeniu (lub konwersji) zobowiązań nie podlegają:

- 1) depozyty objęte gwarancją (w polskim systemie prawnym – gwarancją BFG);
- 2) zobowiązania zabezpieczone;
- 3) zobowiązania wynikające ze stosunku powiernictwa;
- 4) zobowiązania względem innych banków (dług międzybankowy) o zapadalności nie dłuższej niż 7 dni (z wyjątkiem zobowiązań wewnątrzgrupowych);
- 5) zobowiązania względem instytucji kredytowych o zapadalności nie dłuższej niż 7 dni;
- 6) zobowiązania względem pracowników;
- 7) zobowiązania względem wierzycieli komercyjnych lub handlowych zapewniających dostawę towarów lub świadczenie usług o krytycznym znaczeniu (m.in. usługi

¹⁵¹ W prawie polskim por. przepis art. 137 ustawy o BFG.

¹⁵² A. Gardella, w: D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking...*, op.cit., s. 399–403.

¹⁵³ W prawie polskim przepis ten implementuje przepis art. 101 ustawy o BFG.

informatyczne, użyteczności publicznej, wynajmu, obsługi oraz utrzymania budynków i pomieszczeń);

- 8) zobowiązania względem organów podatkowych i instytucji zabezpieczenia społecznego – o ile zobowiązania te są uprzywilejowane na podstawie przepisów obowiązującego prawa;
- 9) zobowiązania względem systemów gwarancji depozytów (w polskim systemie prawnym – BFG).

Co szczególnie istotne, w przypadkach organ *resolution* może dodatkowo wyłączyć określone zobowiązania spod zastosowania mechanizmu *bail-in*. Zgodnie z przepisem art. 44 ust. 3 BRRD, organ *resolution* posiada takie dyskrecyjne uprawnienie wówczas, gdy:

- 1) umorzenie lub konwersja danego zobowiązania nie jest możliwa w rozsądnym terminie (*reasonable time*), niezależnie od wysiłków podejmowanych w dobrej wierze przez organ *resolution*;
- 2) wyłączenie zobowiązania jest absolutnie niezbędne i proporcjonalne dla celu uniknięcia ryzyka *contagion* (zwłaszcza, jeśli chodzi o kwalifikowane depozyty osób fizycznych oraz mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw), co poważnie zakłóciłoby funkcjonowanie rynków finansowych (w tym infrastrukturę rynków finansowych), w sposób mogący spowodować poważne zakłócenie gospodarki państwa członkowskiego lub Unii Europejskiej¹⁵⁴.

Należy wówczas stosować hierarchię absorpcji strat ujętą w prawie upadłościowym¹⁵⁵. Zgodnie z przepisem art. 49 BRRD, zobowiązania z tytułu instrumentów pochodnych mogą zostać umorzone (lub konwertowane) w ramach mechanizmu *bail-in* jedynie po ich zamknięciu. Przepisy te stanowią pewną furtkę bezpieczeństwa, która może okazać się nadmiernie elastyczna w przypadku największych banków o znaczeniu systemicznym. Wyrażono obawę, że w obawie przed ryzykiem *contagion* banki te zostaną w bardzo niewielkim stopniu poddane mechanizmowi *bail-in*, co w ostatecznym efekcie będzie oznaczało ich *bail-out*¹⁵⁶.

3.6. Hierarchia absorpcji strat

W razie uruchomienia mechanizmu *bail-in* pozostałe zobowiązania zostaną umorzone (lub skonwertowane), przez co to ich posiadacze poniosą ciężar absorpcji strat banku,

¹⁵⁴ Poprzez państwa członkowskie Unii należy rozumieć w tym wypadku państwa należące do EOG, ale już nie np. Szwajcarię. Jeżeli po wyjściu Zjednoczonego Królestwa z UE nie zostanie wynegocjowany żaden okres przejściowy, wówczas takie hipotetyczne „poważne zakłócenie gospodarki” Zjednoczonego Królestwa na skutek *bail-in* nie mogłoby stanowić podstawy dla wyłączenia spod *bail-in* instrumentów finansowych znajdujących się w posiadaniu tamtejszych inwestorów.

¹⁵⁵ M. Schillig, *Resolution...*, op.cit., s. 287.

¹⁵⁶ Ibidem.

„finansując” tym samym *resolution*. Hierarchia umorzenia (lub konwersji) jest odwrotna względem hierarchii zaspokojenia roszczeń wierzycieli banku w postępowaniu upadłościowym (art. 34 ust. 1 lit. b) BRRD), przy czym pewną modyfikacją jest generalne uprzywilejowanie deponentów w tej hierarchii¹⁵⁷. Na gruncie przepisu art. 209 ust. 3 ustawy o BFG oznacza to następującą kolejność absorpcji strat:

- 1) instrumenty CET1, AT1 i T2 (kolejno),
- 2) pozostałe zobowiązania podporządkowane,
- 3) pozostałe zobowiązania – w kolejności odwrotnej niż kolejność zaspokajania należności, o której mowa w przepisie art. 440 PrUp.

3.7. Sposób traktowania akcjonariuszy i wierzycieli

W dalszej kolejności niezbędne jest nie tylko, aby rozmiar mechanizmu *bail-in* został precyzyjnie ustalony, ale również, aby ciężar absorpcji strat został prawidłowo rozłożony pomiędzy inwestorów, zgodnie z hierarchią ponoszenia strat. Jedną z fundamentalnych zasad BRRD jest bowiem zasada *no creditor worse off* (NCWO), zgodnie z którą żaden z inwestorów nie może ponieść na skutek *bail-in* strat większych niż w przypadku hipotetycznego, standardowego postępowania upadłościowego (art. 73 lit. b) BRRD)¹⁵⁸. Konieczność przestrzegania tej zasady wywodzi się z norm konstytucyjnych państw członkowskich UE mających na celu ochronę prawa własności, Karty Podstawowych Praw Człowieka oraz Europejskiej Konwencji Praw Człowieka¹⁵⁹. Organ *resolution* posiada kompetencję do indywidualnych odstępstw od hierarchii ponoszenia strat, zwłaszcza w przypadku przenoszenia zobowiązań do instytucji pomostowej, czy wyłączenia określonych zobowiązań spod zakresu działania mechanizmu *bail-in*. Wówczas jednak musi zostać przestrzegana nie tylko zasada NCWO, ale również wyrażana w przepisie art. 34 ust. 1 lit. f) BRRD zasada traktowania wierzycieli tej samej klasy w sposób „sprawiedliwy” (*equitably*), a niekoniecznie „jednakowy” (*equally*)¹⁶⁰. Należy przy tym zauważyć, że cel postępowania upadłościowego (maksymalne zaspokojenie wierzycieli z masy upadłościowej)

¹⁵⁷ Por. *ibidem*, s. 226 i pkt 111 Preambuły BRRD.

¹⁵⁸ Analogicznie, w odniesieniu do częściowego przeniesienia praw, aktywów i zobowiązań instytucji objętych *resolution*, przepis art. 73 ust. a) nakazuje, aby akcjonariusze i ci wierzyciele, których roszczenia nie zostały przeniesione, otrzymali z tytułu zaspokojenia swoich roszczeń kwotę co najmniej równą kwocie, jaką otrzymaliby w rezultacie likwidacji emitenta w toku standardowego postępowania upadłościowego.

¹⁵⁹ *Ibidem*, s. 387–391.

¹⁶⁰ *Ibidem*, s. 226; A. Gardella, w: D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking...*, op.cit., s. 392. O takim właśnie sposobie traktowania wierzycieli wspomina również pkt 47 Preambuły BRRD. Zwraca uwagę niekonsekwencja w polskiej językowej wersji BRRD: wskazany fragment Preambuły nakazuje traktować wierzycieli w sposób „sprawiedliwy”, zaś przepis art. 34 ust. 1 lit f) BRRD – w sposób „jednakowy” – mimo że angielska wersja językowa w obu przypadkach posługuje się pojęciem *equitably*.

oraz cel postępowania *resolution* (zaspokojenie interesu publicznego zdefiniowanego w przepisie art. 32 BRRD) mogą okazać się różne – wówczas, gdy organ *resolution* uzna, że interes publiczny bardziej realizuje zachowanie funkcjonowania danej instytucji, niż podział jej majątku pomiędzy wierzycieli¹⁶¹.

Zgodnie z przepisem art. 74 BRRD wycena *ex post* dokonywana jest m.in. na potrzeby przepisu art. 73 BRRD, co oznacza, że dokonywana jest również w celu weryfikacji wyceny *ex ante* na podstawie przepisu art. 36 BRRD, dokonywanej na potrzeby ustalenia samego rozmiaru niezbędnego zastosowania mechanizmu *bail-in*. Wniosek ten potwierdza nakaz, aby wycena *ex post* była niezależna od wyceny *ex ante* (art. 74 ust. 1 *in fine* BRRD). Nakaz ten wydaje się oznaczać, aby wyceny te przeprowadzały różne, niezależne od siebie podmioty.

Przepisy BRRD doprecyzowują dokładnie stosowanie zasady NCWO, poprzez określenie:

- 1) sposobu traktowania akcjonariuszy (art. 47 BRRD);
- 2) sekwencji umorzenia lub konwersji instrumentów finansowych (art. 48 BRRD),
- 3) sposobu ustalenia współczynnika umorzenia (konwersji) dla różnych kategorii wierzycieli (art. 50 BRRD).

Przewiduje się generalnie dwa rodzaje obciążenia akcjonariuszy ciężarem strat: poprzez umorzenie ich akcji (ewentualnie przeniesienie ich akcji na rzecz inwestorów, znajdujących się w uprzywilejowanej pozycji w hierarchii zaspokajania roszczeń, których instrumenty stały się przedmiotem *bail-in*) lub ich poważne rozwodnienie na skutek konwersji instrumentów finansowych¹⁶². Jak wskazano, mechanizm *bail-in* utrudnia wycenę instrumentów finansowych, wobec których znajduje zastosowanie. Zasada NCWO pozwala jednak w pewnym stopniu rozwiązać te trudności: należy założyć, że współczynnik LGD (*Loss Given Default*) będzie co najmniej taki sam jak w przypadku standardowego postępowania upadłościowego¹⁶³.

4. Umorzenie lub konwersja instrumentów kapitałowych

4.1. Prawo europejskie

Mechanizm ten ma węższy zakres niż mechanizm *bail-in*, gdyż jego zastosowanie jest ograniczone do instrumentów kapitałowych w rozumieniu art. 2 pkt 74 BRRD, tj. funduszy własnych w rozumieniu CRR¹⁶⁴. Umorzenie to może wystąpić niezależnie od narzędzi

¹⁶¹A. Gardella, w: D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking...*, op.cit., s. 392–393.

¹⁶²Ibidem, s. 403–406.

¹⁶³M. Schillig, *Resolution...*, op.cit., s. 286.

¹⁶⁴Ścisłe rzecz biorąc, „odpowiednie instrumenty kapitałowe” oznaczają instrumenty AT1 i T2, ale ich umorzenie lub konwersja oznacza uprzednie zredukowanie instrumentów CET1 (por. np.: art. 47 ust. 3 BRRD). Zasadne

resolution, lub wspólnie z nimi – wówczas gdy spełnione są przesłanki uruchomienia postępowania *resolution*.

Powstaje zatem pytanie co do chronologicznego porządku stosowania powyższych mechanizmów. W tej kwestii nasuwają się trzy rozwiązania:

- 1) generalny nakaz stosowania w pierwszej kolejności przepisu art. 59 BRRD,
- 2) generalny nakaz stosowania w pierwszej kolejności mechanizmu *bail-in*,
- 3) dyskrejonalne uznanie organu *resolution* co do zastosowania ww. mechanizmów.

Odpowiedzi na powyższe pytanie dostarcza analiza Preambuły BRRD. Zastosowanie mechanizmu określonego w przepisie art. 59 BRRD umotywowane jest w pkt 81 Preambuły BRRD¹⁶⁵: instrumenty AT1 i T2 powinny w pełni pokrywać straty w momencie utraty rentowności emitenta. Z tego względu organy *resolution* „powinny być zobowiązane do całkowitego umorzenia tych instrumentów lub ich konwersji na instrumenty w kapitale podstawowym Tier 1 w momencie utraty rentowności i przed podjęciem wszelkich działań w ramach restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji”¹⁶⁶.

W tym aspekcie wskazuje się, że pkt 81 Preambuły BRRD „wywodzi się z Basel III”¹⁶⁷. Zgodnie zatem z zasadą ponoszenia strat w pierwszej kolejności przez posiadaczy instrumentów kwalifikowanych jako fundusze własne, mechanizmowi temu należałoby przyznać pierwszeństwo przed mechanizmem *bail-in*. Wniosek ten potwierdza przepis art. 59 ust. 3 BRRD, mechanizm umorzenia instrumentów kapitałowych powinien zostać zastosowany „niezwłocznie”, gdy zajdzie choćby jedna z określonych przesłanek, jak np.: znajdowanie się banku na skraju upadłości. Przesłanki te różnią się od przesłanek uruchomienia *resolution* tym, że spełnienie przesłanki interesu publicznego nie jest bezwzględnie wymagane w celu uruchomienia mechanizmu umorzenia instrumentów kapitałowych¹⁶⁸. Tym samym organ *resolution* posiada dyskrejonalną władzę, niepodlegającą ograniczeniu wynikającym z konieczności zaistnienia przesłanki interesu publicznego, aby umorzyć instrumenty CET1 lub umorzyć lub skonwertować instrumenty AT1 lub T2.

Literalne brzmienie przepisów BRRD wskazuje, że przedmiotowy mechanizm nie jest objęty zastosowaniem zasady NCWO. Stosowanie tej zasady ogranicza się do częściowych przeniesień praw, aktywów i zobowiązań instytucji, oraz do *bail-in* (art. 73 BRRD).

zatem jest postrzeganie przedmiotowego mechanizmu jako wywierającego skutek względem funduszy własnych ogółem.

¹⁶⁵ Jak wskazano, zastosowanie *bail-in* umotywowane jest zaś w Recitalach 41 i 49 Preambuły BRRD.

¹⁶⁶ Ibidem.

¹⁶⁷ A. Cahn, P. Kenadijan, w: D. Busch, G. Ferrarini, *European Banking...*, op.cit., s. 270.

¹⁶⁸ M. Schillig, *Resolution...*, op.cit., s. 228–229.

Dokonana jednak przez EBA wykładnia celowościowa nakazuje jednak stosować zasadę NCWO również wobec mechanizmu umorzenia (lub konwersji) instrumentów kapitałowych. Co szczególnie istotne, EBA zastrzega że zasada NCWO nie znajduje zastosowania do umorzenia lub konwersji instrumentów AT1 CoCos, które miałyby nastąpić na zasadzie kontraktowej (tj. nastąpiłby *trigger event*) w okresie *resolution*¹⁶⁹.

Powyższe wnioski mają doniosłe znaczenie dla oceny ryzyka ponoszonego przez posiadaczy instrumentów kapitałowych:

- 1) akcjonariusze spółki ponoszą ryzyko absorpcji strat banku poprzez umorzenie ich akcji wraz z osiągnięciem punktu PONV, nawet wówczas gdy nie przemawia za tym interes publiczny. Praktycznie będzie to jednak ryzyko na tym samym poziomie co w przypadku standardowego postępowania upadłościowego;
- 2) posiadacze instrumentów AT1 ponoszą ryzyko absorpcji strat banku poprzez umorzenie (lub konwersję) ich aktywów wraz z osiągnięciem punktu PONV – o ile umorzenie instrumentów CET1 okaże się niewystarczające. Niezależnie od wartości współczynnika kapitałowego określonego w kontraktowym mechanizmie przymusowego umorzenia lub konwersji, istnieje zatem mechanizm analogiczny do mechanizmu PONV *trigger*;
- 3) posiadacze instrumentów T2 ponoszą ryzyko absorpcji strat banku poprzez umorzenie (lub konwersję) ich aktywów wraz z osiągnięciem punktu PONV – o ile umorzenie instrumentów CET1 oraz umorzenie (lub konwersja) instrumentów AT1 okaże się niewystarczające. I w tym przypadku zastosowanie znajduje porównanie z mechanizmem konwersji lub umorzenia w momencie osiągnięcia PONV, całkowicie nieobecnego w konstrukcji instrumentów T2 w przepisach CRR.

Z powyższych przyczyn pkt Preambuły BRRD wymaga też, aby przepisy krajowe implementujące BRRD nakazywały odpowiednie poinformowanie w warunkach emisji instrumentów kapitałowych o możliwości ich umorzenia (lub konwersji). Wymóg ten należy odczytywać jako konieczność osobnego poinformowania potencjalnych inwestorów, zarówno o możliwości zastosowania instrumentu *bail-in*, jak i instrumentu umorzenia instrumentów kapitałowych (art. 59 BRRD).

Z powyższych względów uruchomienie tego mechanizmu może się okazać znacznie bardziej niebezpieczne dla posiadaczy instrumentów hybrydowych AT1 i T2 niż samo uruchomienie mechanizmu *bail-in*.

¹⁶⁹ *Single Rulebook Q&A*, zapytanie nr 2015_2181, European Banking Authority.

4.2. Prawo polskie

Systematyka ustawy o BFG wyraźnie oddziela przepisy o umorzeniu lub konwersji instrumentów kapitałowych (dział III rozdział 2 ustawy o BFG) od przepisów o umorzeniu lub konwersji zobowiązań (dział III rozdział 17 ustawy o BFG). Należy też zauważyć, że przepis art. 110 ust. 6 ustawy o BFG w brzmieniu nadanym projektowaną nowelizacją¹⁷⁰ nakazuje organowi *resolution* dokonanie umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych przed lub równocześnie z zastosowaniem mechanizmów przymusowej restrukturyzacji, jeżeli w wyniku zastosowania instrumentów przymusowej restrukturyzacji wierzyciele ponieśliby straty lub ich zobowiązania podlegałyby konwersji. Tym samym nakazuje stosować przymusową restrukturyzację nie wcześniej niż umorzenie lub konwersję instrumentów kapitałowych. Potwierdza to zasadność sformułowanej tezy o chronologicznym pierwszeństwie mechanizmu umorzenia lub konwersję instrumentów kapitałowych względem mechanizmów przymusowej restrukturyzacji¹⁷¹.

5. *Bail-in* hybrydowych instrumentów finansowych w dotychczasowych postępowaniach *resolution*¹⁷²

5.1. Monte dei Paschi di Siena (MPS)

W dniu 1 czerwca 2017 roku zawarto wstępne porozumienie (*agreement in principle*) pomiędzy Komisarz UE ds. konkurencji Margrethe Vestager a włoskim Ministrem Gospodarki i Finansów Pier Carlo Padoan w sprawie zapobiegawczej rekapitalizacji (*precautionary recapitalisation*) MPS przez rząd włoski¹⁷³. Warunkiem ostatecznego zaakceptowania tego środka pomocy przez Komisję Europejską było spełnienie przesłanek dopuszczalności zapobiegawczej rekapitalizacji (art. 32 ust. 4 lit. d BRRD), w tym m.in. umorzenie instrumentów kapitałowych¹⁷⁴. W ramach „wspólnego ponoszenia ciężaru strat” (*burden-sharing principle*)¹⁷⁵ część strat banku została zabsorbowana przez akcjonariuszy i posiadaczy obligacji podporządkowanych T2. Obligacje te zostały zamienione na akcje banku, co oznaczało rozwodnienie praw udziałowych dotychczasowych akcjonariuszy. Dzięki przeprowadzeniu tej czynności rząd włoski otrzymał zezwolenie na dokonanie

¹⁷⁰ Por. pkt 8.2.6.

¹⁷¹ Por. szerzej pkt 6.

¹⁷² Por. szerzej: A. Kowalski, *Przymusowa restrukturyzacja banku (resolution) w praktyce – przypadki Banco Popular Español, Monte dei Paschi di Siena oraz Banco Popolare di Vicenza i Veneto Banca*, „Monitor Prawniczy” 2018, nr 22, s. 1107–1116.

¹⁷³ *Statement on Agreement in Principle between Commissioner Vestager and Italian authorities on Monte dei Paschi di Siena (MPS)*, European Commission, Statement 17/1502, Brussels, 1 czerwca 2017.

¹⁷⁴ *State aid: Commission authorises precautionary recapitalisation of Italian bank Monte dei Paschi di Siena*, European Commission, Statement 17/1905, Brussels, 4 lipca 2017.

¹⁷⁵ Por. *Commission communication on the return to viability and the assessment of restructuring measures in the financial sector in the current crisis under the State aid rules*, 2009/C 195/04, European Commission, pkt 3.

zapobiegawczej rekapitalizacji MPS poprzez objęcie akcji banku po zdyskontowanej cenie. W efekcie fundusze własne MPS wzrosły o 5,4 mld EUR.

5.2. Banco Popular

W dniu 6 czerwca 2017 roku Banco Popular, piąty co do wielkości bank komercyjny Hiszpanii, powiadomił ECB, że znajduje się na progu upadłości (*failing*) w rozumieniu przepisu art. 18 ust. 4 lit. c) Rozporządzenia SRM. Jeszcze tego samego dnia ECB powiadomiło SRB, które – dokonawszy konsultacji z hiszpańskim organem *resolution*¹⁷⁶ – podjęło decyzję o użyciu narzędzia *resolution*. Celem *resolution* była ochrona stabilności systemu finansowego oraz kontynuacja funkcji krytycznych Banco Popular, zidentyfikowanych jako przyjmowanie depozytów od gospodarstw domowych oraz przedsiębiorców spoza sektora finansowego, udzielanie pożyczek małym i średnim przedsiębiorstwom, funkcje płatnicze itd.¹⁷⁷ SRB pozyskało wycenę *ex ante* (art. 36 BRRD), wskazującą, że ekonomiczna wartość Banco Popular wynosi minus 2 mld EUR w scenariuszu podstawowym, zaś w scenariuszu niekorzystnym aż minus 8,2 mld EUR¹⁷⁸.

W obliczu tych wniosków podjęto decyzję o umorzeniu instrumentów kapitałowych oraz o sprzedaży Banco Popular na rzecz Banco Santander. Pozyskana wycena wykazała również, że zarządzone umorzenia i konwersje nie spowodują gorszego potraktowania akcjonariuszy i posiadaczy kapitałowych instrumentów finansowych niż w przypadku wszczęcia zwykłego postępowania upadłościowego, a tym samym dochowana zostanie zasada NCWO¹⁷⁹.

Przed wszczęciem przymusowej restrukturyzacji kapitał zakładowy Banco Popular wynosił 2 098 429 046 EUR i był podzielony na 4 196 858 092 akcje o wartości nominalnej 0,50 EUR każda. Na mocy Decyzji FROB:

- 1) zarządzono umorzenie wszystkich wskazanych akcji Banco Popular w celu utworzenia dobrowolnego kapitału rezerwowego niepodlegającego wypłacie na rzecz akcjonariuszy (*non-distributable voluntary reserve*);
- 2) podwyższono kapitał zakładowy Banco Popular poprzez konwersję kapitałowych instrumentów finansowych klasy 1 (w łącznej wysokości 1 346 542 000 EUR) na akcje Banco Popular o wartości nominalnej 1 EUR każda (dokonując tym samym zmiany postanowienia art. 5 Statutu Banco Popular);

¹⁷⁶ *Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria*, FROB

¹⁷⁷ Decyzja SRB/EES/2017/08 z 7 czerwca 2017.

¹⁷⁸ Decyzja FROB z 7 czerwca 2017, s. 2.

¹⁷⁹ *Ibidem*, s. 5.

- 3) akcje powstałe na skutek konwersji wskazanej w pkt 2 zostały umorzone bez wynagrodzenia, ponownie w celu utworzenia dobrowolnego kapitału rezerwowego niepodlegającego wypłacie na rzecz akcjonariuszy;
- 4) kapitałowe instrumenty finansowe klasy 2 (w łącznej wysokości 684 024 000 EUR) zostały skonwertowane na akcje nowej emisji Banco Popular, stanowiące – wobec dokonanego wcześniej umorzenia akcji – 100% kapitału zakładowego Banco Popular. Oznaczało to ponownie konieczność zmiany postanowienia art. 5 Statutu Banco Popular;
- 5) 684 024 000 akcji powstałych na skutek konwersji – o wartości nominalnej 1 EUR każda – zostały ostatecznie sprzedane na rzecz Banco Santander za symboliczną kwotę 1 EUR łącznie¹⁸⁰.

Umorzenia ograniczyły się zatem do instrumentów kwalifikowanych jako fundusze własne banku. Posiadacze instrumentów hybrydowych AT1 i T2 podnoszą w sporach z SRB, że ponieśli wyższe straty niż miałyby to miejsce w standardowym postępowaniu upadłościowym. Naruszona miał zatem zostać zasada NCWO. Dodatkową motywacją dla FROB miała być okoliczność, że dług senioralny Banco Popular (którego wycena wzrosła w obliczu decyzji FROB wzrosła o ok. 12%)¹⁸¹ miał znajdować się w większej mierze w rękach rodzimych inwestorów, zaś instrumenty hybrydowe – w posiadaniu zagranicznych inwestorów instytucjonalnych.

5.3. Banco Popolare di Vicenza i Veneto Banca

W grudniu 2016 roku ECB zażądał od dwóch regionalnych włoskich banków przedstawienia planów w zakresie pozyskania odpowiedniego kapitału. Pogarszająca się sytuacja kapitałowa przedmiotowych banków wynikała przede wszystkim z niezwykle wysokiego udziału niespłacanych kredytów w portfelach kredytowych. Nie przedstawiono satysfakcjonujących planów, wobec czego 23 czerwca 2017 roku ECB powiadomił SRB, że Banco Popolare di Vicenza i Veneto Banca znajdują się na progu upadłości lub są zagrożone upadłością (*failing or likely to fail*) w rozumieniu przepisu art. 32 BRRD. W dwóch indywidualnych decyzjach z tego samego dnia SRB stwierdził że żaden z tych banków nie wykonuje funkcji krytycznych, gdyż wykonywane przez nie funkcje (przyjmowanie depozytów, udzielanie pożyczek oraz usługi płatnicze) świadczone są na rzecz ograniczonej liczby podmiotów i mogą być w stosunkowo szybkim czasie zastąpione przez inny podmiot. Ponadto, wzięwszy pod uwagę niski poziom ich finansowego i operacyjnego powiązania

¹⁸⁰ Ibidem, s. 7–11.

¹⁸¹ S. Adamson i in., *Banco Popular: Resolution, Santander, AT1 Loss*, CreditSights, 7 lipca 2017.

z innymi instytucjami finansowymi, nie stwierdzono zagrożenia dla stabilności włoskiego systemu finansowego. Ostatecznie – i nie bez kontrowersji – bankom tym udzielono nadzwyczajnej pomocy publicznej (art. 57 BRRD). Wszczęto co prawda postępowania upadłościowe, aczkolwiek daleko idące wątpliwości wzbudza to, czy były to „standardowe postępowania upadłościowe” w rozumieniu art. 2 ust. 1 pkt 47 BRRD. Zostały one uregulowane w szczególnych aktach prawnych, przyjętych na przełomie lat 2016–2017 i dopuszczających udzielenie zagrożonym instytucjom pomocy publicznej. Tym niemniej jednak, w celu uruchomienia pomocy publicznej konieczne było umorzenie hybrydowych instrumentów finansowych (w tym wypadku – obligacji podporządkowanych T2).

5.4. Podsumowanie

Powyższe przykłady obrazują całkowicie różne wyniki postępowania *resolution*, gdzie tylko w przypadku Banco Popular udało się uniknąć zaangażowania środków publicznych. Ocena działań władz włoskich wykracza poza zakres niniejszego opracowania. Wspólnym mianownikiem dotychczasowych postępowań *resolution* są natomiast obserwacje, że:

- 1) jak dotychczas tak naprawdę nie doszło do zastosowania mechanizmu *bail-in sensu stricte*, a więc umorzenia (lub konwersji) nie tylko instrumentów kapitałowych, lecz również pozostałych zobowiązań banku, oraz
- 2) umorzenie samych tylko instrumentów kapitałowych przynosiło zagrożonej upadłością instytucji stosunkowo niewielkie korzyści i konieczne było zapewnienie dodatkowego źródła finansowania *resolution*¹⁸².

Widać zatem wyraźnie istnienie pewnej luki w wachlarzu instrumentów finansowych emitowanych przez banki. Z jednej strony, instrumenty hybrydowe, będące stosunkowo drogim źródłem finansowania, mogą pokrywać zaledwie 3,5% RWA. Z drugiej zaś strony, dług *senior debt*, będący tańszym i powszechnym źródłem finansowania, jest postrzegany jako inwestycja bardzo bezpieczna. Wyrażane są zatem obawy, że praktyczne zastosowanie mechanizmu *bail-in* wobec takich obligacji podważyłoby zaufanie do tej najbardziej rozpowszechnionej klasy długu, co mogłoby generalnie podwyższyć koszty finansowania znacznej części sektora bankowego. Pokrycia tej luki nie zapewnia również SRF, gdyż zgromadzi środki o wartości 1% aktywów sektora bankowego dopiero do 2023 roku.

W praktyce luka ta ma bardzo poważne skutki, gdyż ostatecznie pomoc publiczna okazuje się niezbędnym źródłem finansowania *resolution*. Z tych względów projektowana

¹⁸² W przypadku Banco Popular źródłem tym była emisja kapitału przez instytucję przejmującą jego aktywa, o wartości 7 mld EUR, dzięki której przejęcie zobowiązań banku nie miało negatywnego wpływu na współczynnik kapitałowy Banco Santander.

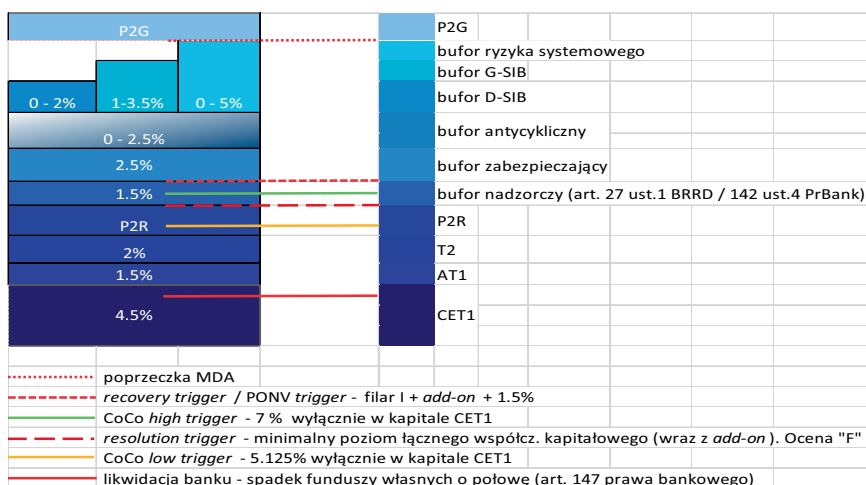
jest kolejna, pośrednia, klasa zobowiązań, która zapewniałaby absorpcję strat w razie wszczęcia *resolution*. Początkowo zobowiązania te określane były mianem *bail-in bonds*, co celnie oddaje ich charakter. Instrumenty te odgrywają istotną rolę w BRRD, co zostanie szczegółowo opisane dalej.

6. Oceny zastosowania mechanizmu *bail-in* względem instrumentów AT1 i T2

6.1. Poprzeczka MDA

Kluczowym zagadnieniem z punktu widzenia oceny szeroko pojętego mechanizmu *bail-in* w reżimie CRR i BRRD jest określenie i sparametryzowanie zdarzeń inicjujących przymusową zamianę instrumentu na bardziej podporządkowany lub odpis wartości nominalnej. Model *bail-in* stanowi bowiem odpowiedź na mankamenty mechanizmu absorpcji strat w porządku Basel II, dlatego nie można poprzestać na ocenie jego zasadniczych założeń, bo one w sposób wyraźny wprowadzają to, czego zabrakło w Basel II, mianowicie współuczestnictwo wierzycieli (obligatariuszy) w stratach banku poprzez ograniczenia MDA i ADI i nade wszystko – *contingent conversion* i *write-down*. Stąd istotnym jest dokładne przyjrzenie się samej procedurze absorpcji strat na mającej zapobiec likwidacji banku, na zasadzie *going-concern* i w procesie *resolution*. Osobną uwagę natomiast należy poświęcić kwestii ustalenia odpowiednich parametrów zdarzeń inicjujących (*trigger*) opisane wcześniej mechanizmy *bail-in*. Same poprzeczki zostały już dokładnie opisane w toku dotychczasowych rozważań, ponieważ jednak wynikają one z różnych przepisów, znajdujących się w różnych aktach prawnych (chodzi przede wszystkim o CRR i BRRD), to dalej zostaną one zestawione razem (rysunek 11).

Rysunek 11. Poziomy kapitału banku, dla których następują określone zdarzenia inicjujące



Źródło: opracowanie własne.

Na rysunku 11 podjęto próbę naniesienia poprzeczek na określone poziomy kapitału. Na szczycie połączonego bufora znajduje się warstwa kapitału P2G¹⁸³, której poziom nie jest (jak dotąd) prawnie wiążący. W szczególności, niedotrzymanie P2G nie skutkuje restrykcjami w wypłacie dywidendy¹⁸⁴. Ograniczenia MDA uruchamia dopiero niespełnienie wymogu połączonego bufora i w tym miejscu należy umieścić poprzeczkę MDA. Uderzenie tej najwyższej poprzeczki stanowi *trigger event* do anulowania płatności kuponowych z AT1 CoCos¹⁸⁵.

6.2. Poprzeczki *recovery/PONV* i *resolution*

Druga od góry poprzeczka (rysunek 11) określa poziom adekwatności kapitałowej (*recovery trigger*), którego naruszenie skutkuje uruchomieniem planu naprawy i dalszym działaniem w ramach wczesnej interwencji (*recovery*)¹⁸⁶. Nie ma jednakowego poziomu tej poprzeczki dla wszystkich banków w UE, ponieważ nadzór może indywidualnie zalecić bankowi przestrzeganie dodatkowego wymogu w zakresie funduszy własnych ponad wartość wymogu kapitałowego filara 1 (tzw. *add-on*). Poprzeczka *recovery* równa jest zatem wartości wymogu kapitałowego filara 1, powiększonego o *add-on* i 1,5%¹⁸⁷. Jeżeli, po wyczerpaniu zarówno działań nadzorczych, jak i działań samego banku, instytucja nadal znajduje się „na progu upadłości”¹⁸⁸, tj. jej poziom funduszy własnych znajduje się pod poprzeczką *recovery*, wówczas organ *resolution* powinien zarządzić umorzenie instrumentu CET1 lub umorzenie/konwersję na instrument CET1 instrumentów AT1 i Tier 2. W takiej sytuacji poprzeczka *recovery* określa poziom *PONV trigger*.

Poniżej poprzeczki *PONV* znajduje się kolejna poprzeczka, której przekroczenie której inicjuje proces przymusowej restrukturyzacji (*resolution trigger*). Zarówno *PONV*, jak i *resolution trigger* są najtrudniejszymi do sparametryzowania poprzeczkami z uwagi na niejednoznaczność ustalenia kiedy dokładnie bank znajduje się w sytuacji „zagrożenia upadłością” (*likely to fail*) oraz wielość kryteriów takiego uznania¹⁸⁹, kryteria uznania bank za zagrożony upadłością i nadania bankowi oceny BION F zostały nieco przybliżone w pkt 3.2.2. Pomijając wspomnianą tam złożoność zagadnienia można sformułować ogólne

¹⁸³ Por. Rozdział I.1.2.6.

¹⁸⁴ Por. art. 104b ust. 5 projektu tzw. CRD V z listopada 2016.

¹⁸⁵ Por. Rozdział I.2.3.3.2.

¹⁸⁶ Por. Tytuł III BRRD.

¹⁸⁷ Por. pkt 3.2.5.1. Przyjęcie kryterium funduszy własnych powiększonych o 1,5 pp przewiduje art. 27 ust.1 BRRD. Por. również art. 142 PrBank.

¹⁸⁸ Por. art. 59 ust. 3 lit. c) w zw. z art. 59 ust. 4 lit. a) BRRD.

¹⁸⁹ Na podstawie art. 59 ust.1 dyrektywy BRRD organ *resolution* może wykonać uprawnienie do umorzenia lub konwersji instrumentów zaliczanych do funduszy własnych banku niezależnie lub łącznie z działaniem w ramach *resolution*.

kryterium naruszenia funduszy własnych jako nie odbudowanie funduszy własnych do poziomów spełniających wymagania regulacyjne w określonym przez organ nadzoru czasie (co oznacza, że ich poziom utrzymuje się poniżej poprzeczki *recovery*), pomimo wdrożenia planu naprawy lub środków wczesnej interwencji. W takim wypadku organ *resolution* powinien w pierwszej kolejności wydać decyzję o umorzeniu lub konwersji instrumentów CET1 (tylko umorzenie), instrumentów AT1 i T2 (umorzenie lub konwersja), a jeżeli środek ten okaże się niewystarczający, podejmie decyzję o wszczęciu przymusowej restrukturyzacji¹⁹⁰. Na rysunku 11 przyjęto *resolution trigger* na poziomie równym minimalnemu poziomowi regulacyjnego łącznego współczynnika kapitałowego (wraz z P2R). Poprzeczkę poziomu kapitału inicjującego *resolution* umieszczono zatem poniżej *PONV trigger*, z uwagi na to, że BRRD nakazuje w pierwszej kolejności sięgnąć po narzędzie umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych, a dopiero w drugiej kolejności zastosować *bail-in*¹⁹¹.

Naruszenie określonego poziomu funduszy własnych jest podstawowym, ale nie jedynym, kryterium skierowania banku na ścieżkę *resolution*. Drugie pod względem znaczenia kryterium stanowi naruszenie podstawowych i dodatkowych wymogów w zakresie płynności. W takiej sytuacji należałoby ustalić poprzeczkę w wysokości wymaganego poziomu wskaźnika pokrycia wypływów netto (LCR + ewentualny *add-on*)¹⁹². Oczywiście ten *trigger* w sposób bezpośredni nie wiąże się z naruszeniem norm adekwatności kapitałowej. Przykładu dostarcza opisany w pkt 5.2 proces *resolution Banco Popular*. Okazuje się, że na koniec ostatniego pełnego kwartału funkcjonowania tego banku przed objęciem go procedurą *resolution* poziomy kapitału (w ujęciu przejściowym) znajdowały się powyżej najwyższej poprzeczki MDA. I tak, na podstawie naszych obliczeń, na dzień 31 marca 2017 roku współczynnik CET1 kształtował się na poziomie 10,02%, zaś TCR wynosił 11,91%. *Distance to trigger* w ujęciu procentowym mierzony od poprzeczki 7%¹⁹³ wyniósł 3,02%, zaś w kwotowym – 1 838 mln EUR (w ujęciu do wymogów przejściowych). ADI na koniec 2016 roku również było zdecydowanie dodatnie i wynosiło 3 832 mln EUR. Poduszka CET1 ponad wymóg MDA w ujęciu procentowym i kwotowym wynosiła odpowiednio 0,54% i 326 mln EUR.

¹⁹⁰ Por. pkt 3.3.

¹⁹¹ Por. pkt 4.

¹⁹² Por. pkt 3.2.5.1.

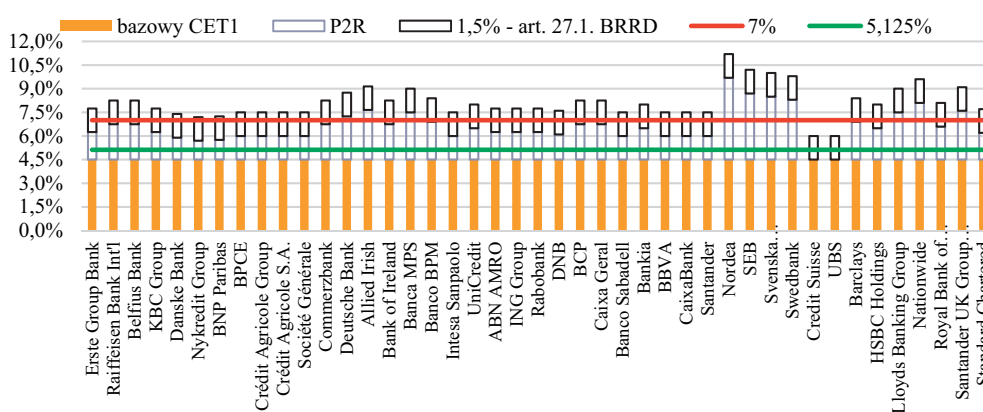
¹⁹³ Banco Popular wyemitował dwie serie AT1 CoCos, zarówno low-trigger, jak i high – trigger: w 2013 roku: PerpNC5, XS0979444402, kupon = 11,50% oraz w 2015: PerpNC5, XS1189104356, kupon = 8,25%.

6.3. Poprzeczki inicjujące kontraktową zamianę lub umorzenie AT1 CoCos (*CoCo trigger*)

Na rysunku 11 pokazano, że w przypadku największych banków EOG wyższa poprzeczka (*high trigger* CoCos) w postaci współczynnika wypłacalności banku 7% znajduje się pomiędzy poziomem *PONV trigger* a *resolution trigger* (z wyjątkiem banków szwedzkich i brytyjskiego *Nationwide*). Poziom P2R dla tej populacji banków mieścił się na 31 marca 2018 roku w przedziale od 1,2% RWA (duńska Nykredit Group) do 5,2% RWA (szwedzki Nordea). Kontraktowa poprzeczka *low-trigger* 5,125% znajduje się wyraźnie poniżej poprzeczki *resolution*. Jak nieraz wcześniej wspomniano, trudno w sposób precyzyjny sparametryzować na podstawie poziomu funduszy własnych zdarzenie inicjujące wszczęcie *recovery* i *resolution* z uwagi na wielość przesłanek podjęcia odpowiedniej decyzji przez organ *resolution*.

W analizowanym przypadku *resolution* Banco Popular nie zadziałał kontraktowy mechanizm absorpcji strat przez instrumenty AT1¹⁹⁴. Przed podjęciem działań restrukturyzacyjnych nie anulowano też wcześniej wypłat z instrumentów AT1. Oznacza to, że nie naruszono poprzeczki MDA ani wymogu ADI. Konwersja instrumentów Tier 2 banku MPS odbyła się na mocy przepisów ustawowych, nie kontraktowych. Natomiast w przypadku Banco Popular konwersja odbyła się dopiero w momencie rozpoczęcia przymusowej restrukturyzacji.

Rysunek 12. Poziomy *PONV trigger i *resolution trigger*** (wyłącznie w ujęciu kapitału CET1), a kontraktowe poziomy *CoCo trigger* dla 41 największych banków EOG (stan na koniec I kwartału 2018 roku)**



* bazowy CET1 + P2R + 1,5%, ** bazowy CET1 + P2R.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych CreditSights.

¹⁹⁴ Pozostałe banki nie posiadały wyemitowanych instrumentów AT1 wyposażonych w klauzulę *contingent conversion/write-down*.

W literaturze podjęto próbę wyznaczenia PONV *trigger* dla *full-write down, low trigger* AT1 CoCos przy wykorzystaniu rynkowych kwotowań cen tych papierów i parametrów zmienności na podstawie wyników stress-testów EBC. Uzyskano w ten sposób średni tzw. implikowany PONV *trigger* na poziomie współczynnika CET1/RWA równego 9,37%¹⁹⁵.

Z uwagi na powyższe, wątpliwości budzi zasadność przyjęcia takich, a nie innych poziomów zdarzeń inicjujących kontraktowy mechanizm absorpcji strat CoCos. Ani CRR, ani dokumenty BCBS nie przynoszą bezpośredniej odpowiedzi na pytanie, dlaczego ustalono progi dla zdarzeń inicjujących na poziomie 7% i 5,125%. Odpowiedzi możemy jednak doszukiwać się w Basel III pośrednio. Postanowienie pkt 131 Basel III wprowadza mianowicie współczynnik zachowania (konserwacji) kapitału, tj. nakaz zatrzymywania określonej części wypracowanego zysku instytucji finansowej, w zależności od utrzymywanego poziomu współczynnika kapitałowego CET1. Instytucja finansowa, której poziom CET1 spadnie właśnie poniżej 5,125% RWA (tj. 4,5% RWA, bezwzględne minimum określone w pkt 50 Basel III i powtórzone w art. 92 CRR, powiększone o 0,625% RWA), będzie zmuszona zatrzymać 100% zysku. Z drugiej strony, instytucja finansowa, której CET1 przewyższy 7% RWA, nie będzie zmuszona do zatrzymywania jakiegokolwiek części osiągniętego zysku (0%). Co istotne, na potrzeby kalkulacji zakłada się, że pozostałe wymogi określone w pkt 50 Basel III (oraz w przepisie art. 92 CRR), tj. wymóg pokrycia 6% RWA za pomocą kapitału Tier 1 i 8% za pomocą funduszy własnych, zostaną wypełnione za pomocą zaprojektowanych w tym celu instrumentów hybrydowych, tj. AT1 (1,5%) i T2 (2%).

Tabela 2. Minimalny obowiązek zachowania kapitału

Indywidualny minimalny obowiązek zachowania kapitału	
Współczynnik CET1	Minimalny współczynnik zachowania kapitału (procent zysku, który należy zatrzymać w spółce)
4,5–5,125%	100%
>5,125–5,75%	80%
>5,75–6,375%	60%
>6,375–7,0%	40%
>7,0%	0%

Źródło: Basel III, pkt 131.

Dla instytucji znajdujących się pomiędzy progami określonymi w pkt 131 Basel III wprowadza się powyższą gradację, nieprzypadkowo – jak się wydaje – przyjmując za wartość

¹⁹⁵ J. De Spiegeleer, S. Höcht, I. Marquet, W. Schoutens, *CoCo bonds and implied CET1 volatility*, „Quantitative Finance” 2017, vol. 17, no. 6, s. 813–824.

kolejnych progów właśnie 0,625% RWA. Wartość ta odpowiada bowiem wartości przyjmowanej przez bufor kapitałowe w pierwszych latach obowiązywania Basel III (CRR). Wartość ta ulegała następnie podwyższeniu, o kolejne 0,625% w skali rocznej.

Oznacza to, że tzw. *high-trigger CoCo* oznacza instrument, który poprzez konwersję lub umorzenie zabsorbuje straty już w pierwszym momencie wejścia w reżim zatrzymania kapitału, oznaczający ograniczenie możliwości wypłaty dywidendy, tj. w momencie spadku CET1 poniżej 7% RWA. Wartość tę można też zapisać jako wartość bezwzględnego minimum CET1 (4,5%) powiększoną o 2,5%, a więc czterokrotność pierwotnego proggu wartości bufora kapitałowego. Jest to równocześnie maksymalna wartość, jaką w roku 2017 mogły przyjąć (łącznie) bufor zabezpieczający i bufor antycykliczny.

Z kolei *low-trigger CoCo* oznacza instrument, który dokona absorpcji strat (poprzez konwersję lub umorzenie) znacznie później – wówczas, gdy instytucja finansowa będzie musiała zatrzymać 100% wypracowanego zysku, tj. w momencie spadku CET1 poniżej 4,5% RWA. Wartość tę można też określić jako wartość bezwzględnego minimum CET1 (4,5%) powiększoną o 0,625% bufora kapitałowego. Jest to równocześnie minimalna wartość, jaką w 2016 roku mogły przyjąć (łącznie) wskazane bufory.

Tym samym należy dojść do wniosku, że ustalony poziom *triggera* nie bierze pod uwagę ani:

- 1) wzrostu wartości bufora zachowania kapitału i bufora antycyklicznego w latach 2018–2019 (możliwy wzrost o 100%), ani
- 2) wartości pozostałych buforów kapitałowych nakładanych na instytucje finansowe, w tym zwłaszcza wartości bufora ryzyka systemowego, nakładanego już od 2014 roku.

Wydaje się – aczkolwiek jest to jedynie hipoteza – że zamiarem ustawodawcy unijnego było wyposażenie instrumentów AT1 w mechanizm absorpcji strat skalibrowany zgodnie ze zwiększającymi stopniowo podstawowymi wymogami kapitałowymi – ale wyłącznie w perspektywie około 5-letniej. Wymogi te do roku 2017 kształtują się nieco poniżej wymogów filara 1. Oznacza to, że ewentualne uderzenie poprzeczki CoCo miałyby miejsce przed naruszeniem tych wymogów, co wpisuje się w cel instrumentów AT1 – absorpcję strat w sposób zapobiegający upadłości instytucji finansowej. Począwszy od 2017 roku, wymogi kapitałowe z tytułu wskazanych buforów zaczynają coraz znacznie przekraczać poprzeczkę CET1, zmniejszając prawdopodobieństwo umorzenia (lub konwersji) instrumentów AT1 ze względu na uderzenie poprzeczki CoCo. Równocześnie jednak rośnie prawdopodobieństwo umorzenia tych instrumentów na podstawie przepisów BRRD. Perspektywa 5-letnia również wydaje się nieprzypadkowa, gdyż pokrywa się z okresem, w którym nie można wykonać opcji

call instrumentu AT1¹⁹⁶. Instrumenty AT1, emitowane przez banki w latach 2013–2015, będą wykupywane przez emitentów w latach 2018–2020, ale jedynie pod warunkiem zastąpienia ich instrumentem o takiej samej jakości kapitału (tzn. o podobnej zdolności absorpcji strat). Możliwe zatem, że zakładano, iż do tego czasu CRR zostanie zmienione tak, aby dostosować wysokość poprzeczki CoCo do nowych, znacznie wyższych wymogów kapitałowych. Tak się jednak nie stało, a w każdym razie projekt tzw. CRR II nie przewiduje podniesienia wysokości przedmiotowej poprzeczki konwersji.

6.4. Umorzenie lub konwersja instrumentów kapitałowych i *bail-in* w prawie polskim

Osobne zagadnienie stanowi ocena implementacji przedmiotowych mechanizmów BRRD w prawie polskim. Jak zostanie wykazane, niezależnie od opisanych problemów praktycznych mających swe źródło w samych założeniach BRRD, mechanizmy te zostały zaimplementowane do prawa polskiego w sposób istotnie wadliwy. W rzeczywistości bowiem zarówno umorzenie lub konwersja, jak i *bail-in* są wręcz niemożliwe do zastosowania na gruncie ustawy o BFG.

Przepis art. 72 ust. 5 ustawy o BFG stanowi, że w celu dokonania umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych, BFG może nałożyć na bank obowiązek emisji instrumentów CET1 na rzecz posiadaczy (ulegających konwersji) instrumentów AT1 i T2. Zgodnie zaś z przepisem art. 72 ust. 6 ustawy o BFG, warunki instrumentów CET1 mają pozwalać na ich objęcie niezwłocznie po dokonaniu konwersji. Równocześnie przepis art. 72 ust. 8 ustawy o BFG nakazuje w tym wypadku stosować odpowiednio określony przepisy o *bail-in*, w tym przepis art. 211 ust. 1 ustawy o BFG. Przepis ten stanowi zaś, że właścicielom instrumentów CET1, którzy objęli je na skutek konwersji, instrumenty te „wydaje się” niezwłocznie na ich żądanie, ale po dokonaniu rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego. Przepis art. 212 ustawy o BFG nakazuje zaś w tym wypadku zastosowania zarówno przepis art. 441 KSH, nakładającego na zarząd spółki akcyjnej obowiązek zgłoszenia podwyższenia kapitału zakładowego do sądu rejestrowego, jak i przepisu art. 456 KSH, regulującego tzw. postępowanie konwokacyjne w razie obniżenia kapitału zakładowego.

Przepisy te wzbudzają daleko idące trudności interpretacyjne, tworząc dość niespójny mechanizm umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych. Co najważniejsze, okazuje się, że konwersja instrumentów AT1 i T2 nie następuje na mocy decyzji BFG, lecz dopiero na skutek przeprowadzenia przez bank – na żądanie BFG – emisji prywatnej nowych akcji, skierowanej do dotychczasowych posiadaczy AT1 i T2. Przyjęte rozwiązanie fundamentalnie

¹⁹⁶ Por. Rozdział I.2.3.2.

różni się od regulacji przyjętej np.: w prawie niemieckim, gdzie decyzja organu *resolution* o konwersji zastępuje wszystkie wymagane uchwały korporacyjne¹⁹⁷. Również w opisanym przypadku *resolution* Banco Popular kluczowym zagadnieniem był automatyczny skutek prawny decyzji FROB. Trudno sobie wyobrazić sytuację, w której po umorzeniu instrumentów CET1 przystąpiono by do konwersji instrumentów AT1 i T2, nakazując bankowi przeprowadzenie emisji nowych akcji. Taka emisja – nawet przeprowadzana w trybie docelowego kapitału zakładowego – jest procesem rozłożonym w czasie. Oznacza to co najmniej przedłużanie paradoksalnej – i dalece niepożądaną – sytuacji, w której spółka akcyjna – na skutek umorzona akcji – pozbawiona jest akcjonariuszy. Powstaje pytanie, kto miałby podjąć uchwałę w tym przedmiocie, skoro walne zgromadzenie siłą rzeczy nie mogłoby się odbyć, ze względu właśnie na brak akcjonariuszy. Hipotetycznie, rozwiązaniem takiej sytuacji byłaby uchwała zarządu o podwyższeniu kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego, lecz ustawa o BFG nie wspomina w ogóle o tym rozwiązaniu. Nawet jednak gdyby wymagać od wszystkich banków autoryzacji zarządu do wykonania takiego podwyższenia kapitału zakładowego, to i tak nie rozwiązuje to problemu czasochłonności jakiegokolwiek nowej emisji akcji. Co więcej, przepisy art. 70–72 ustawy o BFG nie wyłączają zastosowania przepisu art. 431 § 2 pkt 1 KSH. Oznacza to, że objęcie nowych akcji mogłoby nastąpić jedynie pod warunkiem złożenia przez dotychczasowych posiadaczy instrumentów AT1 i T2 o przyjęciu kierowanej do nich oferty prywatnej. Jest to nie do pogodzenia z założeniami BRRD, gdyż konwersja będzie na ogół zdarzeniem niekorzystnym dla posiadaczy instrumentów AT1 i T2.

Konwersja w ramach *bail-in* rodzi niemal identyczne problemy. Zgodnie z przepisem art. 204 ust. 1 ustawy o BFG, wierzyciele, których wierzytelności podlegają konwersji, mieliby objąć prawa udziałowe w liczbie wynikającej z wartości skonwertowanych wierzytelności i ceny emisyjnej ustalonej w uchwale o podwyższeniu kapitału zakładowego. Ponownie zatem brak automatycznego skutku prawnego decyzji BFG o *bail-in*. Mimo że w tym wypadku wyłączono stosowanie przepisu art. 431 § 2 pkt 1 KSH, to podstawowy problem – rozciągnięcie postępowania w czasie – nadal pozostaje nierozwiązany.

Powyzsze uwagi krytyczne prowadzą do wniosku, że rozwiązanie przyjęte w prawie polskim istotnie różni się od rozwiązań przyjętych w prawie niemieckim czy hiszpańskim. Również brytyjski organ *resolution* (Bank of England) posiada kompetencję, aby dokonać konwersji instrumentów AT1 i T2 na instrumenty CET1 na mocy samej tylko swej decyzji¹⁹⁸.

¹⁹⁷ M. Schillig, *Resolution...*, op.cit., s. 302.

¹⁹⁸ M. Schillig, *Resolution...*, op.cit., s. 297–301.

Kompetencja ta jest zatem standardem europejskim, który jest niezbędny, aby postępowanie *resolution* było jak najszybsze i najsprawniejsze. Cel ten określa się obrazowym mianem „zdrowego banku na poniedziałek”. Osiągnięcie takiego celu jest całkowicie niewykonalne na podstawie ustawy o BFG, zakładającej obowiązkowe zwołanie walnego zgromadzenia.

6.5. Wnioski

Instrumenty AT1 posiadają zbyt niski i nierealistyczny kontraktowy *trigger* absorpcji strat (5,125% lub 7% RWA) względem PONV. Rację bytu *low-trigger* CoCos podważa Bundesbank podnosząc, że te instrumenty znajdą zastosowanie dopiero w przypadku trudnej sytuacji finansowej banku, zamiast służyć absorpcji strat w trakcie normalnego funkcjonowania. Stąd należy wziąć pod uwagę podniesienie progu 5,125%¹⁹⁹. Tymczasem *low trigger* CoCos stanowiły w połowie 2018 roku aż 43% wyemitowanych AT1 CoCos ogółem²⁰⁰. Regulatorzy w niektórych krajach, z Wielką Brytanią, Szwecją, Szwajcarią i Danią na czele, wymagają już minimalnego poziomu poprzeczki AT1 CoCos w wysokości 7%. Co ciekawe, niedługo po wspomnianym raporcie Bundesbanku z marca 2018 roku, Deutsche Pfanbriefbank wyemitował po raz pierwszy AT1 przyjmując *trigger* na poziomie 7%. Ponadto jedynym niemieckim bankiem, który wyemitował instrumenty AT1 z poprzeczką 7% jest Aaeral Bank. W przypadku emisji sprzed początku 2018 roku wszystkie pozostałe niemieckie banki ustaliły poprzeczkę 5,125% dla swoich AT1 CoCos.

Konsekwencją przekroczenia poprzeczki PONV daleko przed osiągnięciem kontraktowego poziomu współczynnika wypłacalności stanowi to, że wówczas zarówno instrumenty AT1, jak i Tier 2 będą podlegać absorpcji strat. Zatem w efekcie działania organu *resolution* papiery T2 stają w istocie obligacjami CoCo ze zdarzeniem inicjującym przymusowe umorzenie lub zamianę na składnik kapitału CET1 w na poziomie PONV *trigger*. W takim układzie należy rozważyć kontraktowe wyposażenie instrumentów T2 i długu *sub-senior* w mechanizmy przymusowej konwersji – przy czym poziomy *trigger* musiałyby zostać określone odpowiednio poniżej obserwowanego PONV. Takie działanie pozwoliłoby zautomatyzować absorpcję strat w sytuacji kryzysowej, przy równoczesnym zachowaniu hierarchii absorpcji strat.

Obok, albo razem z powyższymi działaniami, należy rozważyć reformę instrumentów AT1 poprzez urealnienie minimalnej wysokości kontraktowego *trigger* (podwyższenie w okolice obserwowanego PONV) oraz rezygnację z nieskutecznego i drogiego mechanizmu

¹⁹⁹ *Monatsbericht...*, op.cit., s. 60

²⁰⁰ Por. Rozdział I.2.3.6

przymusowego wstrzymania wypłaty kuponu, powodujące większą zmienność cen instrumentów AT1 niż zmiany wartości współczynników kapitałowych banków. Zwiększenie ryzyka wystąpienia kontraktowego zdarzenia inicjującego zrekompensowane byłoby zmniejszeniem kosztów finansowania instrumentami AT1 o *spread* z tytułu ryzyka anulowania wypłaty kuponu. W obecnej sytuacji, beneficjentami transferu zysków stają się posiadacze instrumentów AT1. Są to w dużej mierze fundusze hedgingowe, które wykorzystują tendencję banków do unikania nakazu wstrzymania wypłaty kuponu z tytułu instrumentów AT1.

Natomiast w prawie polskim należy postulować fundamentalną zmianę sposobu dokonywania zarówno *bail-in*, jak i umorzenia instrumentów kapitałowych poprzez przyznanie BFG uprawnienia do konwersji instrumentów finansowych (w szczególności AT1 i T2) na instrumenty CET1 na mocy samej tylko decyzji BFG. Rozwiązań takich nie przewiduje niestety procedowany obecnie projekt zmiany ustawy o BFG²⁰¹.

7. MREL

7.1. Koncepcja

Aby zapewnić „finansowanie” instrumentu *bail-in*, przepis art. 45 BRRD nakazuje bankom utrzymywać minimalny wymóg dotyczący funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowanych (MREL). Bliższe szczegóły co do sposobu kalkulacji wymogu MREL określa Rozporządzenie EU 2016/1450²⁰². Wyznaczony poziom MREL będzie musiał zostać osiągnięty do 1 stycznia 2023 roku.

Wymóg MREL dotyczy zarówno restrukturyzacji (*recovery*), jak i uporządkowanej likwidacji (*resolution*). Wymóg MREL składa się z sumy dwóch części: kwoty na pokrycie strat oraz kwoty rekapitalizacji, mającej na celu zapewnienie, że po przeprowadzeniu restrukturyzacji bank będzie spełniał wymogi regulacyjne oraz nastąpi przywrócenie jego wiarygodności rynkowej.

Kluczową kwestią w wyznaczaniu wysokości wymogu jest preferowane rozwiązanie w przypadku wystąpienia zagrożenia upadłością banku.

Jeżeli plan *resolution* przewiduje likwidację banku w ramach standardowej procedury upadłościowej, to kwota rekapitalizacji co do zasady będzie równa zero, więc wymóg MREL będzie się składał jedynie z kwoty na pokrycie strat, która jest równa wymogom kapitałowym.

²⁰¹ Por. pkt 8.2.6.

²⁰² Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2016/1450 z dnia 23 maja 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających kryteria dotyczące metody ustalania wysokości minimalnego wymogu w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowanych, zwane dalej „Rozporządzeniem MREL”.

Zgodnie jednak z przepisem art. 1 ust. 5 lit. b Rozporządzenia MREL kwota na pokrycie strat może być wyższa lub niższa od wymogu kapitałowego ze względu na model biznesowy, model finansowania i profil ryzyka danej instytucji.

Przepis art. 1 Rozporządzenia MREL wskazuje wartość zobowiązań niezbędną do utrzymania funkcjonowania instytucji (*going-concern*), tj. kwotę niezbędną do zapewnienia pokrycia strat. Kwotę tę dla każdej instytucji indywidualnie ustala organ *resolution* (w Polsce – BFG), poprzez dodanie:

- 1) wymogu kapitałowego filara 1 (art. 92 i 458 CRR),
- 2) wymogu kapitałowego filara 2, tj. P2R (art. 104 CRD IV),
- 3) wymogu połączonego bufora (art. 128 pkt 6 CRD IV),
- 4) wymogu dolnej granicy określonego w przepisie art. 500 CRR,
- 5) wszelkich mających zastosowanie wymogów dotyczących wskaźnika dźwigni.

Jeżeli zaś plan *resolution* przewiduje umorzenie bądź konwersję zobowiązań (*bail-in*), to zgodnie z przyjętą przez BFG metodyką wyznaczania poziomu MREL²⁰³, kwotę rekapitalizacji uzyskamy poprzez pomnożenie sumy wymogów kapitałowych przez współczynnik skalujący, który został określony jako (1 minus kwota na pokrycie strat/łączna kwota ekspozycji na ryzyko). Zgodnie z przepisem art. 2 Rozporządzenia MREL ustalenia kwoty rekapitalizacji instytucji, niezbędnej dla dalszego spełniania warunków zezwolenia na prowadzenie działalności bankowej, dalszego jej prowadzenia oraz podtrzymania zaufania rynkowego organ *resolution* dokonuje dla każdej instytucji indywidualnie, poprzez dodanie:

- 1) wymogu kapitałowego filara 1 (art. 92 i 458 CRR),
- 2) wymogu kapitałowego filara 2, tj. P2R (art. 104 CRD IV),
- 3) wymogu dolnej granicy określonego w przepisie art. 500 CRR,
- 4) wszelkich mających zastosowanie wymogów dotyczących wskaźnika dźwigni,
- 5) wszelkich dodatkowych kwot, które organ *resolution* uznaje za niezbędne do utrzymania wystarczającego zaufania rynkowego do instytucji po zakończeniu *resolution*.

W przypadku gdy strategia restrukturyzacji przewiduje przejście banku, to zgodnie z informacjami na stronie BFG, kwota rekapitalizacji powinna służyć pokryciu kosztów wzrostu wymogów kapitałowych w podmiocie przejmującym i dla takiej strategii czynnik skalujący wynosi 55% (dla wybranych banków spółdzielczych) lub 70%²⁰⁴.

²⁰³ Metodyka dostępna na: *Metodyka wyznaczania poziomu MREL*, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, 21 lipca 2017, <https://www.bfg.pl/2017/07/21/metodologia-wyznaczania-poziomu-mrel-dla-bankow-komercyjnych/> (data dostępu: 30.09.2018).

²⁰⁴ Ibidem.

Zgodnie z przepisem art. 45 ust. 1 BRRD, kalkulacji MREL dokonuje się w stosunku do całkowitej wartości funduszy własnych i zobowiązań. Tym samym kalkulacji tej dokonuje się nie względem RWA, lecz całkowitej wartości aktywów banku. Podczas kalkulacji tej wartości uwzględniano by również wierzytelności z tytułu instrumentów pochodnych, wzięwszy pod uwagę jedynie kompensowanie zobowiązań (*netting*), czyli m.in. dwustronne umowy nowacji, których skutkiem jest odnowienie wszystkich umów łączących strony jedynie w wartości netto (art. 296 CRR)²⁰⁵.

W tym zakresie MREL istotnie różni się od wymogów kapitałowych na gruncie CRR, które wyrażane są w formie procentowego ułamka RWA. Co więcej, MREL odróżnia się w tym zakresie również od TLAC, który ma zostać implementowany na szczeblu Unii Europejskiej do 2019 roku (por. pkt 1 Preambuły Dyrektywy 2016/2399)²⁰⁶. Unikatowość tego wymogu okazuje się problematyczna, gdyż Rozporządzenie MREL również odnosi się do RWA. Rozwiązanie przyjęte w BRRD sprzyja również bankom większych rozmiarów, gdyż to mniejsze banki posiadają wyższy stosunek RWA do sumy aktywów. Innymi słowy, mniejsze banki w większym stopniu polegają na wazeniu aktywów ryzykiem wypełniając wymogi kapitałowe, a więc to właśnie te banki będą w większym stopniu zmuszone do emisji dodatkowego kapitału (lub określonego rodzaju długu) w razie powiązania wysokości MREL z sumą aktywów²⁰⁷. Kalkulację MREL w odniesieniu do sumy aktywów należy zatem uznać za rozwiązanie sprzyjające wręcz konserwacji problemu banków „zbyt dużych, aby upaść”. Z powyższych względów trwają prace legislacyjne nad reformą MREL, upodabniającą ów wymóg do wymogów kapitałowych CRR i TLAC. Planuje się uchylenie przepisu art. 45 BRRD i wprowadzenie w jego miejsce odesłania do projektowanego przepisu art. 72b CRR, który ma definiować instrumenty finansowe kwalifikowane na potrzeby TLAC i MREL.

Przyjmuje się, że całościowy wymóg MREL powinien wynosić co najmniej 8% wyjściowej sumy bilansowej banku. Taką wartość sugeruje przepis art. 44 ust. 5 BRRD, który wyjątkowo dopuszcza udzielenie instytucji kredytowej pomocy publicznej, pod warunkiem, że co najmniej 8% wszystkich zobowiązań, w tym funduszy własnych, zostało umorzone lub skonwertowane w ramach *bail-in*. Co więcej, zgodnie z przepisem art. 27 ust. 7 Rozporządzenia SRM sfinansowanie *bail-in* przez SRB ze środków zgromadzonych w dedykowanym funduszu strefy euro (*Single Resolution Fund*, SRF) również musi spełniać

²⁰⁵ M. Schillig, *Resolution...*, op.cit., s. 289.

²⁰⁶ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2399 z dnia 12 grudnia 2017 r. zmieniająca dyrektywę 2014/59/UE w odniesieniu do stopnia uprzywilejowania niezabezpieczonych instrumentów dłużnych w hierarchii roszczeń w postępowaniu upadłościowym.

²⁰⁷ B. Berger, P. Hüttl, S. Merler, *Total Assets Versus Risk Weighted Assets: Does It Matter for MREL?* „Bruegel Policy Contribution” 2016, no. 12, s. 8.

taki właśnie warunek wcześniejszego umorzenia co najmniej 8% wyjściowej sumy bilansowej banku²⁰⁸.

7.2. Szacunkowe dane na temat wymogu MREL w UE

Dla większości największych i złożonych banków strefy euro, w tym wszystkich systemowo ważnych instytucji (G-SIIs) SRB, po konsultacji z nadzorcami krajowymi (oraz EBC), ustala minimalny skonsolidowany wymóg w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowalnych objętych uprawnieniami do umorzenia i konwersji. W grudniu 2017 roku SRB opublikowało po raz drugi politykę w zakresie MREL²⁰⁹. W publikacji tej SRB podtrzymał dotychczasowy sposób kalkulacji MREL:

MREL = kwota absorpcji strat (filar 1 + filar 2 + wymóg połączonego bufora) + kwota rekaptalizacji (filar 1 + filar 2) + bufor zaufania rynkowego (wymóg połączonego bufora – *market confidence charge* w wysokości 125 bp).

W świetle publikacji z kwietnia 2018 roku na stronie internetowej SRB okazuje się, że do powyższej kalkulacji należy dodać „określone poprawki specyficzne dla każdego banku z osobna, biorące pod uwagę efekty w postaci uszczuplenia bilansu i związane z opcjami *recovery* i *resolution*”²¹⁰. Takie ogólne sformułowanie nie umożliwia dokładnego wyliczenia poprawek nałożonych indywidualnie na bank.

SRB wprowadza także tzw. *subordination benchmark*²¹¹ na podstawie którego zostało ustalone minimum wymogu podporządkowania²¹² na poziomie 13,5% RWAs plus wymóg połączonego bufora dla G-SIBs i 12% RWA plus wymóg połączonego bufora dla D-SIBs²¹³. Do kalkulacji wymogu (por. tabela 3) przyjęto, że do 3,5% RWAs może występować w formie długu *preferred senior* dla G-SIBs (według wymogów od 1 stycznia 2022 roku) i do 4,5% dla D-SIBs. Kalkulacja wynika z odjęcia 13,5% albo 12% od podstawy 18% (16% dla D-SIBs)²¹⁴.

²⁰⁸ M. Schillig, *Resolution...*, op.cit., s. 288.

²⁰⁹ *Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities (MREL). SRB Policy for 2017 and Next Steps*, Single Resolution Board, 20.12.2017, s. 10–11, 14, https://srb.europa.eu/sites/srbsite/files/item_1_-_public_version_mrel_policy_-_annex_i_-_plenary_session.pdf (data dostępu: 30.09.2018).

²¹⁰ Oryginalne brzmienie: “As a new feature, some bank-specific adjustments were introduced for the recapitalisation amount and the market confidence charge, by referring to the effect of balance sheet depletion, the use of recovery options, or restructuring plan divestments and sales”. Por. E. Koenig, *MREL: Stocktaking and the way forward*, 26.04.2018, <https://srb.europa.eu/en/node/545> (data dostępu: 30.09.2018).

²¹¹ *Minimum Requirement...*, op.cit., s. 4.

²¹² Por. pkt 8.2.

²¹³ *Minimum Requirement...*, op.cit., s. 14.

²¹⁴ Por. pkt 8.1.

Tabela 3. Stopień wypełnienia wymogów MREL banków europejskich (stan na 31.12.2017; dane dla banków w Polsce na 31.03.2018; w mld EUR)

Ekwiwalent mld EUR RWAs /Leverage exposure*	Wymóg TLAC		MREL/wymóg szwajcarski		Fully- Loaded CET1+ AT1+T2	Pozostały MREL	Senior 3,5%	Niedobór MREL	
	%	mld EUR	%	mld EUR					
G-SIBs									
Barclays	364,0	22,50	82	29,10	106	75,2	24,7		6,1
BNP Paribas	642,1	22,00	141	25,25	162	93,8	17,0	22,5	28,8
BPCE	386,3	21,50	83	24,75	96	72,8	9,3	13,5	0,0
Crédit Agricole	521,5	21,50	112	24,75	129	94,9	8,0	18,3	7,9
Credit Suisse	770,2	6,75	52	10,00	77	43,2	27,7		6,1
Deutsche Bank	344,2	22,52	78	29,29	101	63,3	58,6		0,0
HSBC	702,7	23,10	162	23,10	162	128,3	34,7		0,0
ING Group	309,9	23,50	73	29,37	91	62,3	6,1		22,6
Nordea	125,8	24,20	30	28,90	36	35,4	0,0		1,0
RBS	233,6	22,20	52	27,80	65	43,9	9,7		11,4
Santander	605,1	21,53	130	24,81	150	87,6	9,9	21,2	31,5
Societe Generale	353,3	21,50	76	24,75	87	58,1	6,7	12,4	10,3
Standard Chartered	227,5	21,80	50	26,00	59	55,0	10,5		0,0
UBS	744,6	6,75	50	10,00	74	42,0	23,4		9,0
UniCredit	356,1	21,57	77	25,89	92	62,3	1,5	12,5	16,0
Razem***	5172,1			25,83	1336	932,9	196,7	100,4	150,7
Pozostałe banki								Senior 4%	
BBVA	362,9			24,25	88	55,8	1,8	14,5	15,9
CaixaBank	148,6			23,25	35	23,3	2,0	5,9	3,3
Intesa Sanpaolo	286,8			24,26	70	49,4	0,0	11,5	8,7
Rabobank	198,3			29,27	58	47,8	0,0	7,9	2,3
LLoyds	245,3			30,20	74	45,3	12,7		16,1
Nationwide	281,9			7,25	20	17,6	2,4		0,4
Razem	1523,8			22,64	345	239,2	18,9	39,8	46,8
Polska – banki komercyjne (31.03.2018)****									
Solo	215,5			20,82	44,88	39,39	0,059		5,54
Conso	232,18			20,80	48,28	39,68	b.d.		8,60

* Banki szwajcarskie i Nationwide: opierają się na dźwigni (*leverage exposure*) jako wiążącym wymogu.

** HSBC szacuje wymogi MREL na 60–80 mld USD (emitując 43 mld USD) opierając się na sumie wymogów MREL jego spółek zależnych.

*** Bez Credit Suisse i UBS.

**** Kurs EUR/PLN = 4,3.

Sporządzono opierając się na danych z 31.12.2017 (Polska: 21.03.2018). Wymogi MREL dotyczące banków brytyjskich i szwedzkich bazują na końcowych propozycjach. Banki eurostrefy opierają się na wytycznych SRB. Banków szwajcarskich dotyczą odrębne (szwajcarskie) przepisy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie S. Adamson i in., *European Banks: Refining MREL Estimates*, CreditSights, 2 maja 2018, s. 2, <https://www.creditsights.com/id/222539/print?rf=69> (data dostępu: 30.09.2018).

7.3. Instrumenty kwalifikowane na potrzeby MREL

Przepis art. 45 ust. 4 BRRD określa wymogi, które musi spełnić zobowiązanie, aby mogło zostać zakwalifikowane jako składnik MREL. Podobnie jak w przypadku opisywanych instrumentów funduszy własnych banku (CET1, AT1 i T2), zobowiązanie musi

zostać wyemitowane i w pełni opłacone, nie może być należne samej instytucji kredytowej (emitentowi) ani nie może być przez nią zabezpieczone, ani gwarantowane, a także jego zakup nie może być finansowany (pośrednio lub bezpośrednio) przez instytucji kredytowej (emitentowi). Ponadto rezydualny termin zapadalności zobowiązania musi wynosić więcej niż rok, a samo zobowiązanie nie może wynikać z instrumentu pochodnego ani depozytu, który miałby uprzywilejowaną pozycję w hierarchii zaspokajania roszczeń (art. 108 BRRD)²¹⁵.

7.4. Wypełnienie wymogu MREL przez banki w Polsce

W ostatnich wierszach tabeli 4 przedstawiamy nasze szacunki dotyczące stopnia wypełnienia wymogu MREL przez banki komercyjne w Polsce na koniec I kwartału 2018 roku. Pewne obawy wzbudza stosunkowo krótki termin na emisję instrumentów zaliczanych do MREL – banki muszą spełnić wymóg na 1 stycznia 2023 roku. W celu spełnienia wymogu MREL same banki komercyjne, według ostrożnych szacunków, będą musiały wyemitować do 2022 roku dodatkowo ok. 37 mld PLN instrumentów zaliczanych do MREL²¹⁶. Stawia to pod zapytanie możliwość znalezienia nabywców tak dużych emisji na rynku krajowym, biorąc pod uwagę fakt, że obecnie wartość wszystkich emisji obligacji korporacyjnych i bankowych na rynku polskim wynosi kilkanaście miliardów PLN. Tym bardziej, że BFG oczekuje, że instrumenty dłużne zaliczane do MREL zostaną nabyte przez klientów profesjonalnych a ich jednostkowa wartość nominalna będzie wynosiła co najmniej 100 000 EUR²¹⁷.

Czynnikiem wstrzymującym zarówno polskie, jak i europejskie banki przed wcześniejszą emisją instrumentów MREL była niepewność regulacyjna, wynikająca głównie z przygotowywanych przez Komisję Europejską zmian do BRRD i CRR, mających na celu uspołnienie wymogów MREL i TLAC²¹⁸. Na rynku europejskim pionierami w emisji instrumentów MREL były G-SIBs, ponieważ podlegają one również wymogowi TLAC, którego szczegółowe wytyczne zostały określone w 2015 roku. Dodatkowo wytyczne FSB określały również wysokość wymogu i przedział czasowy do osiągnięcia wymogu, natomiast MREL jest nakładany indywidualnie na każdą instytucję przez organ *resolution*.

²¹⁵ Osobne zagadnienie stanowi wymóg podporządkowania, adresowany od niedawna również instrumentom kwalifikowanym na potrzeby MREL. Ze względu na genezę tego wymogu (standard TLAC) zagadnienie to zostanie opisane w pkt 8.2 (w prawie polskim – w pkt 8.2.6).

²¹⁶ Szacunek ten opiera się na obecnym niedoborze MREL (patrz tabela 10) banków polskich w ujęciu skonsolidowanym.

²¹⁷ Metodyka dostępna na: *Metodyka wyznaczania poziomu MREL*, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, 21 lipca 2017, <https://www.bfg.pl/2017/07/21/metodologia-wyznaczania-poziomu-mrel-dla-bankow-komercyjnych/> (data dostępu: 30.09.2018), por. również pkt 8.2.6.

²¹⁸ Por. pkt 8.3.

Problematyczną kwestią jest również ukształtowanie hierarchii roszczeń w prawie upadłościowym tak, by zachowana była wynikająca z BRRD zasada NCWO, mówiąca o tym, że wierzyciel poprzez zastosowanie konwersji bądź umorzenia nie może być potraktowany gorzej niż byłby potraktowany w hipotetycznej, standardowej procedurze upadłościowej²¹⁹. W związku z tym w procedowanej zmianie do ustawy o BFG w prawie upadłościowym wprowadza się nową kategorię długu nieuprzywilejowanego²²⁰.

Za pożądane należy też uznać stworzenie przez EBA raportu dobrych praktyk w zakresie emisji instrumentów finansowych na potrzeby MREL, analogicznego do raportów dotyczących emisji instrumentów zaliczanych do kapitału CET1 i AT1. Raporty te są regularnie aktualizowane przez EBA, dając istotne wskazówki zarówno emitentom, jak i inwestorom.

7.5. Ochrona inwestorów indywidualnych – nabywców instrumentów MREL

Niektóre państwa członkowskie UE (np. Włochy) dokonując implementacji BRRD wprost zakazały sprzedaży inwestorom indywidualnym instrumentów finansowych kwalifikowanych na potrzeby MREL. Z kolei nadzorca brytyjski (*Financial Conduct Authority*, FCA) zakazał sprzedaży instrumentów typu CoCos inwestorom indywidualnym w rekomendacji COBS 22.3: *Restrictions on the retail distribution of contingent convertible instruments and CoCo funds* w ramach FCA Handbook²²¹. Niemiecki organ nadzoru (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, BaFin) ostrzega na swojej stronie internetowej, że instrumenty typu CoCos nie są odpowiednie dla inwestorów indywidualnych i nie powinny być do nich kierowane²²². W Danii i Austrii w ramach ochrony konsumenta, na mocy przepisów dyrektywy MiFiD firmy inwestycyjne muszą ostrzegać klientów przed ryzykiem związanym z inwestycją w tego typu instrumenty. W Chorwacji wprowadzono ograniczenie, zgodnie z którym dana emisja instrumentów T2 powinna mieć równowartość co najmniej 100 000 EUR. W Hiszpanii co najmniej połowa emisji zamiennych instrumentów dłużnych lub akcji uprzywilejowanych powinna być kierowana do klientów profesjonalnych i mieć równowartość co najmniej 100 000 EUR dla spółek niepublicznych lub 25 000 EUR dla spółek publicznych. Natomiast nadzór austriacki dostrzegając problem, jakim jest

²¹⁹ Por. pkt 3.7.

²²⁰ Por. pkt 8.2.6.

²²¹ *COBS 22.1 Temporary restrictions on contingent convertible instruments [expired]*, *COBS 22.2 Restrictions on the retail distribution of mutual society shares*, *COBS 22.3 Restrictions on the retail distribution of contingent convertible instruments and CoCo funds*, Financial Conduct Authority, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/22/?view=chapter> (data dostępu: 30.09.2018).

²²² A. Tophoven, T. Becker, C.-J. Yoo, *CoCo-Bonds: Risiken für Privatanleger*, BaFin, 1.10.2014, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa_bj_1410_coco-bonds.html (data dostępu: 30.09.2018).

posiadanie przez klientów indywidualnych w Austrii dużej części instrumentów, które mogą podlegać narzędziu *bail-in*, podkreślił swoją kompetencję jako organu przymusowej restrukturyzacji do zastosowania art. 17 BRRD. Artykuł ten opisuje działania, jakie organ przymusowej restrukturyzacji może podjąć po stwierdzeniu, że istnieją przeszkody w przeprowadzeniu uporządkowanej restrukturyzacji. Nadzór austriacki podkreśla, że taką przeszkodą może być posiadanie zbyt dużej części instrumentów funduszy własnych i MREL przez klientów indywidualnych.

7.6. Wnioski

W Polsce współczynnik „kredyty/depozyty” wynosił 103,02% dla banków komercyjnych na koniec maja 2018 roku, podczas gdy dla banków UE wynosi 116,7 (na koniec 2017 roku)²²³. Oznacza to, że wymóg MREL jest relatywnie trudniejszy do spełnienia dla banków w Polsce. Według danych EBA, na koniec I kwartału 2018 roku instrumenty dłużne stanowiły średnio 18,3% pasywów banków UE, zaś w Polsce było to zaledwie 7,3%²²⁴. Można więc powiedzieć, że wymogi MREL bardziej odpowiadają zastanej strukturze kapitałowej banków Europy Zachodniej. Ich koszty dostosowania się do wymogów MREL będą niższe niż banków w Polsce, bo dostosowanie się do wymogów MREL będzie oznaczało bardziej zmianę parametrów obligacji niż zwiększenie ich udziału w pasywach kosztem depozytów. Tymczasem banki w Polsce będą musiały zmienić strukturę źródeł finansowania na rzecz obligacji, dużo droższych niż depozyty. Przy tym, zwraca uwagę płytkość krajowego rynku obligacji, co przy niechęci regulatorów do oferowania papierów nabywcom detalicznym, rodzi obawy o możliwości uplasowania emisji. Z kolei, wyjście na eurorynek będzie oznaczać dla banków krajowych dodatkowe koszty związane z zabezpieczeniem się przed ryzykiem kursowym oraz koszty podatkowe.

Kluczową kwestią pozostaje struktura MREL, czyli oczekiwanie BFG co do jakości kapitału, jakim wymóg MREL ma zostać pokryty. Bezpośrednio od tej decyzji organu *resolution* zależą koszty, z jakimi będą musiały zmierzyć się polskie banki w celu pokrycia nowego wymogu. Podczas gdy w przypadku G-SIBs jest bardzo jasno określone, że dług *preferred senior* może wypełniać tylko w 2,5 % (3,5% w 2022 roku) wymóg MREL, to w przypadku banków zaliczanych do D-SIBs krajowi regulatorzy mają duży zakres swobody co do tego, jakie instrumenty finansowe zaliczać do wypełnienia wymogów MREL. Wydaje

²²³ *EBA updated Risk Dashboard shows significant improvements across EU banks but elevated NPLs are still the main challenge for their profitability*, European Banking Authority, 5 kwietnia 2018, <https://www.eba.europa.eu/-/eba-updated-risk-dashboard-shows-significant-improvements-across-eu-banks-but-elevated-npls-are-still-the-main-challenge-for-their-profitability> (data dostępu: 30.09.2018).

²²⁴ Risk Dashboard Data As of Q1 2018, European Banking Authority.

się, że banki będą miały przestrzeń do zaliczenia obligacji *preferred senior* ponad wymóg minimalnego podporządkowania, choć należy pamiętać, że ograniczenie będzie stanowić zasada NCWO. Niemniej jednak, dopuszczenie w niektórych krajach do stosunkowo większego udziału obligacji *preferred senior* oznacza przewagę kosztową nad bankami z Wielkiej Brytanii i Szwecji, bo w tych krajach MREL ma być pokryty zobowiązaniami podporządkowanymi (określanymi jako *senior non-preferred* lub *sub-senior*). Z drugiej strony, więcej długu podporządkowanego oznacza, że transze *preferred senior* takich banków powinny być kwotowane z mniejszym *spreadem* z uwagi na grubszą warstwę instrumentów *bail-in*.

8. TLAC

8.1. Geneza i koncepcja

Bazowe założenia BRRD na szczeblu globalnym podjęto na szczycie G20 w Pittsburgu w 2013 roku. Przywódcy najpotężniejszych gospodarek świata zobowiązali się wówczas m.in. do ustanowienia odpowiednich wymogów w zakresie zdolności największych globalnych banków (G-SIBs) do absorpcji strat (*loss absorbing capacity*). W roku 2015 opublikowano zaś dokument pt. *Total Loss Absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet*, określający już precyzyjniej założenia nowego wymogu kapitałowego. Cel wymogu TLAC jest taki sam jak wymogu MREL – umożliwienie zachowania funkcji krytycznych instytucji kredytowej, przy jednoczesnym braku zaangażowania środków publicznych. Podstawowa różnica pomiędzy tymi wymogami wyraża się w tym, że wymóg MREL adresowany jest do wszystkich banków na terenie EOG, zaś TLAC jedynie do banków uznawanych przez FSB za instytucje o globalnym znaczeniu systemowym. Podobnie jak w przypadku MREL, również i struktura TLAC podzielona jest na dwa komponenty: kwotę absorpcji strat (*loss absorbing amount*, LAA) oraz kwotę rekapitalizacji (*recapitalisation amount*).

Według pierwotnych założeń, wymóg TLAC miał zostać wprowadzany stopniowo: od 1 stycznia 2019 roku G-SIBs miały zostać zobowiązane do utrzymywania TLAC o wartości 16% RWA i 6% *Liquidity Ratio*. Dopiero od 1 stycznia 2022 roku wartości te miały wzrosnąć do 18% RWA i 6,75% *Liquidity Ratio*.

Instrumenty kwalifikowane na potrzeby TLAC to przede wszystkim fundusze własne w rozumieniu CRR (wymóg kapitałowy filara 1), o wartości 8% RWA. W przeciwieństwie do MREL, w poczet TLAC nie można natomiast zakwalifikować instrumentów CET1 spełniających wymóg połączonych buforów. Rolą MREL jest bowiem zapewnienie absorpcji strat w sytuacji kryzysowej, zaś wymóg TLAC musi być wypełniony w każdej sytuacji. Kapitał zebrany na potrzeby wymogu filara 2 (a więc zarówno P2R, jak i P2G) również nie

może zostać zakwalifikowany jako TLAC. Oznacza to konieczność zgromadzenia przez G-SIBs znacznej wartości kapitału (do 10% RWA) w stosunkowo krótkim czasie.

Banki zmuszone są stosować taki sam mechanizm odliczeń TLAC, jak w przypadku instrumentów CET1, AT1 i T2. Oznacza to, że banki posiadające instrumenty TLAC innych banków muszą odliczyć ich wartość od własnej wartości TLAC²²⁵.

8.2. Instrumenty kwalifikowane na potrzeby TLAC

8.2.1. Wymogi ogólne

Z powyższych względów określono szczególne kryteria, które muszą spełniać instrumenty finansowe na potrzeby kwalifikacji jako TLAC. Przede wszystkim, całkowicie wykluczono taką możliwość w stosunku do:

- 1) depozytów objętych gwarancją,
- 2) pozostałych depozytów o pozostałej zapadalności krótszej niż 1 rok,
- 3) zobowiązań wynikających z instrumentów pochodnych,
- 4) instrumentów dłużnych powiązanych z instrumentami pochodnymi (np. instrumenty ustrukturyzowane),
- 5) zobowiązań podatkowych,
- 6) zobowiązań uprzywilejowanych względem depozytów niezabezpieczonych.

Podobnie jak instrumenty kwalifikowane na potrzeby MREL, instrumenty kwalifikowane na potrzeby TLAC muszą być w pełni opłacone, niezabezpieczone, nie wynikać z instrumentu ustrukturyzowanego ani pochodnego.

Największe znaczenie posiada natomiast określony w Standardzie TLAC tzw. wymóg podporządkowania (*subordination requirement*): zobowiązania za pomocą których G-SIBs mają wypełnić ów standard, muszą znajdować się „niżej” w hierarchii zaspokajania roszczeń w postępowaniu upadłościowym, niż te zobowiązania, które są wyłączone z TLAC²²⁶. Skutek prawny podporządkowania możliwy jest do osiągnięcia na trzy sposoby, tj. za pomocą:

- 1) przepisów prawnych (podporządkowanie ustawowe),
- 2) umowy pomiędzy emitentem a inwestorem, np. warunków emisji obligacji (podporządkowanie kontraktowe),
- 3) określonej struktury korporacyjnej (podporządkowanie strukturalne).

²²⁵ *Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution*, Financial Stability Board, 9 listopada 2015, s. 17.

²²⁶ *Ibidem*, pkt 6–7 i 15–16.

8.2.2. Podporządkowanie ustawowe

Implementacja BRRD do niemieckiego porządku prawnego została dokonana na mocy ustawy z dnia 2 listopada 2015 r., tzw. *Abwicklungsmechanismusgesetz*²²⁷. W grudniu 2016 roku niemiecki ustawodawca wprowadził też podporządkowanie instrumentów dłużnych (a więc również obligacji *senior unsecured*) na potrzeby MREL i TLAC, mające obowiązywać od 2017 roku²²⁸. Zgodnie z nowym brzmieniem przepisu art. 46f niemieckiego Prawa bankowego (*Kreditwesengesetz*), ustanawia się następującą hierarchię zaspokojenia długu niezabezpieczonego:

- 1) depozyty gwarantowane (*gedeckte Einlagen*), tj. o wartości do 100 tys. EUR,
- 2) depozyty gospodarstw domowych i MŚP, których wartość przekracza wartość 100 tys. EUR,
- 3) dług zwykły niezabezpieczony, który nie ma formy dłużnego instrumentu finansowego (*Schuldtitel*) – do kategorii tej będą się zaliczać instrumenty rynku pieniężnego, bankowe papiery wartościowe oraz depozyty korporacji,
- 4) dłużne instrumenty finansowe (*Schuldtitel*) – kategoria ta została zdefiniowana w przepisie art. 11 ust. 3 KWG i obejmuje przede wszystkim obligacje *senior unsecured* (zarówno w formie obligacji na okaziciela, jak i obligacji imiennych). Instrumenty te mają być traktowane jako podporządkowane w rozumieniu przepisu art. 39 § 1 pkt 1 niemieckiego Prawa upadłościowego (*Insolvenzordnung*). Podporządkowanie nie obejmie jednak instrumentów wyłączonych spod pojęcia *Schuldtitel* – tj. instrumentów strukturyzowanych (które w przeciwnym wypadku byłyby one podporządkowane również względem zobowiązań wynikających z instrumentów pochodnych).

Umożliwiono zatem zaliczenie wpływów z emisji obligacji *senior unsecured* na potrzeby TLAC jako podporządkowanych względem depozytów poza jego zakresem depozytów korporacji oraz instrumentów rynku pieniężnego. Ewentualne objęcie obligacji *senior unsecured* mechanizmem *bail-in* nie stanowiłoby już zatem podstawy roszczeń posiadaczy tychże obligacji. Rozwiązanie to zostało bardzo krytycznie przyjęte przez uczestników rynku, gdyż podporządkowanie to retrospektywnie objęło instrumenty już wyemitowane. Miało zatem skutek *ex tunc*.

Co więcej, podporządkowanie ustawowe znajduje zastosowanie również do obligacji *senior debt* wyemitowanych przez niemieckie instytucje finansowe pod prawem obcym (np.:

²²⁷ *Gesetz zur Anpassung des nationalen Bankenabwicklungsrechts an den Einheitlichen Abwicklungsmechanismus und die europäischen Vorgaben zur Bankenabgabe (AbwMechG)*, BGBl. I S. 1864.

²²⁸ Niemiecki organ *resolution (Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung)* otrzymał równocześnie uprawnienie do traktowania przedmiotowych instrumentów jako podporządkowanych jeszcze przed tą datą.

angielskim). Zgodnie bowiem z już przywołanymi przepisami Rozporządzenia (EC) 593/2008 w sprawie prawa właściwego dla zobowiązań umownych (Rzym I), hierarchia zaspokojenia roszczeń w postępowaniu upadłościowym należy do kategorii przepisów wymuszających swoje zastosowanie, których nie można wyłączyć na podstawie kompetencji stron umowy.

8.2.3. Podporządkowanie kontraktowe

Implementacji BRRD we francuskim porządku prawny dokonano na podstawie osobnej ustawy z dnia 20 sierpnia 2015 roku²²⁹. Aktem tym wprowadzono do *Code monétaire et financier* hierarchię różnych klas wierzycieli instytucji kredytowej w postępowaniu upadłościowym (art. L.613-30-3). W dniu 11 grudnia 2016 roku weszła w życie francuska ustawa o przejrzystości, walce z korupcją oraz modernizacji gospodarki (tzw. *Loi Sapin 2*)²³⁰. Na podstawie przepisu art. 151 wskazanej ustawy dokonano zmiany przepisu art. L.613-30-3 *Code monétaire et financier*. W przepisie tym, określających hierarchię zaspokojenia roszczeń wierzycieli z tytułu roszczeń wierzycieli niepodporządkowanych, dodano nową, czwartą kategorię. Dopiero po zaspokojeniu wierzycieli z tytułu instrumentów kategorii czwartej, zaspokajane zostaną roszczenia podporządkowane.

Szczegółowe atrybuty instrumentów kategorii czwartej określa przepis art. L.613-30-3-I-4° *Code monétaire et financier*. Instrumenty te muszą spełniać następujące kryteria:

- 1) warunki emisji muszą w wyraźny sposób wskazywać, że instrumenty te są w postępowaniu upadłościowym podporządkowane względem wszystkich niepodporządkowanych wierzytelności, zaś uprzywilejowane w stosunku do wszelkich wierzytelności podporządkowanych,
- 2) muszą mieć zapadalność równą co najmniej rok,
- 3) nie mogą być instrumentem ustrukturyzowanym (tj. inkorporującym instrument pochodny).

Wszystkie zaś obligacje, które nie będą spełniać powyższych kryteriów, będą należeć do kategorii trzeciej, przez co roszczenia ich posiadaczy zostaną zaspokojone wcześniej. Instrumenty kategorii czwartej – stanowiące *novum* w prawie francuskim – będą zatem podporządkowane względem obligacji zwykłych uprzywilejowanych, czyniąc tym samym zadość wymogowi podporządkowania określonemu w standardzie TLAC.

²²⁹ *Ordonnance n° 2015–1024 du 20 août 2015 portant diverses dispositions d’adaptation de la législation au droit de l’Union européenne en matière financière.*

²³⁰ *Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.*

Zarówno obligacje zwykle uprzywilejowane, jak i obligacje zwykle nieuprzywilejowane podlegają działaniu instrumentu *bail-in*. Wpływy z emisji obligacji zwykłych podporządkowanych mogą zostać zakwalifikowane jako MREL, ale nie jako fundusze własne w rozumieniu CRR. W przeciwieństwie do opisanego rozwiązania niemieckiego, pozycja prawna posiadaczy obligacji zwykłych wyemitowanych przed wejściem w życie *Loi Sapin 2* nie uległa zmianie. Należy też podkreślić, że w momencie wprowadzania powyższych rozwiązań legislacyjnych znane były już wstępne propozycje harmonizacji długu instytucji finansowych na szczeblu europejskim (por. pkt 8.2.5).

Zaledwie trzy dni po wejściu w życie *Loi Sapin 2* jedna z francuskich instytucji o globalnym znaczeniu systemowym, Credit Agricole, przeprowadziła emisję dziesięcioletnich obligacji *sub-senior* o wartości 1,5 mld EUR, pozbawionych opcji *call*. Wartość kuponu została ustalona na poziomie mid-swap + 115bp. Emisja ta została określona jako najbardziej oczekiwana transakcja na rynku długu bankowego w 2016 roku, a o jej sukcesie świadczy dwukrotna nadsubskrypcja ze strony inwestorów. Kolejne miesiące przyniosły emisję takich instrumentów również przez pozostałe trzy największe banki Francji, tj. BPCE, BNP Paribas oraz Société Générale. Emisji dokonywano na różnych rynkach i w różnych walutach: EUR, USD, CHF, JPY a także w dolarach singapurskich i dolarach australijskich.

Podobne rozwiązania szybko przyjęto we Włoszech i Hiszpanii, a także Belgii, Holandii, Szwecji i Austrii. Zwraca uwagę pośpiech emitentów, którzy posiadają duży niedobór TLAC, jak np. hiszpański Banco Santander. W celu wykorzystania rynkowego *momentum*, bank ten dokonał misji analogicznych instrumentów typu *sub-senior*, wykorzystujących mechanizm podporządkowania umownego, nawet przed uchwaleniem odpowiednich ram prawnych. Tym samym już w chwili wejścia w życie oczekiwanych zmian prawnych, Santander mógł zaliczyć wpływy z emisji w poczet TLAC²³¹. Ostatecznie podporządkowanie umowne na potrzeby MREL/TLAC wprowadzono do hiszpańskiego systemu prawnego w lipcu 2017 roku na podstawie Królewskiego Dekretu nr 11/2017 z dnia 23 czerwca 2017 r. w sprawie nadzwyczajnych środków na rynku finansowym²³². Już w sierpniu natomiast emisję instrumentów finansowych wykorzystujących ten mechanizm przeprowadziły BBVA i CaixaBank.

²³¹ S. Adamson i in., *French Bank Non-Preferred Senior: Risks & Rewards*, CreditSights, 22 marca 2017, s. 2.

²³² *Real Decreto-ley 11/2017, de medidas urgentes en materia financiera*.

8.2.4. Podporządkowanie strukturalne

W tym ostatnim przypadku wykorzystuje się podporządkowanie ustawowe zobowiązań wspólników lub akcjonariuszy spółki kapitałowej: emitentem obligacji nie jest spółka prowadząca działalność operacyjną (bankową), lecz będąca jej akcjonariuszem spółka holdingowa. Wpływy z emisji są pożyczane spółce operacyjnej, lecz ich spłata spółce holdingowej będzie możliwa jedynie po zaspokojeniu innych roszczeń spółki operacyjnej. Opisywany mechanizm jest powszechnie stosowany przez banki z USA, Wielkiej Brytanii i Szwajcarii. Zanim doszło do sformułowania przez Komisję Europejską propozycji podporządkowania umownego, emisję obligacji podporządkowanych strukturalnie przeprowadziły również banki belgijskie i holenderskie.

8.2.5. Podporządkowanie kontraktowe jako rozwiązanie przyjęte na szczeblu UE

Jak sygnalizowano, francuska propozycja zawarta w *Loi Sapin 2* była zgodna z propozycją Komisji Europejskiej z 23 listopada 2016 roku²³³ i opublikowaną wcześniej opinią EBC. Zamiarem Komisji była przede wszystkim zmiana przepisu art. 108 ust. 2 BRRD poprzez dodanie kryteriów kwalifikacji długu na potrzeby MREL.

Instytucje UE uczyniły swoim priorytetem harmonizację instrumentów dłużnych na potrzeby MREL, co znalazło swoje odzwierciedlenie w skierowaniu powyższych zmian do tzw. przyspieszonej ścieżki legislacyjnej²³⁴. Ostatecznie jeszcze w grudniu 2017 roku uchwalono Dyrektywę 2017/2399 zmieniającą BRRD w zakresie hierarchii roszczeń. Implementacja wskazanych przepisów w systemach prawnych Państw Członkowskich UE ma zostać dokonana do 29 grudnia 2018 roku. Tym samym europejskie banki do końca 2018 roku mają otrzymać zdolność emisyjną nowego instrumentu finansowego na potrzeby MREL.

Przechodząc do szczegółowej analizy wymogów zawartych w znowelizowanym przepisie art. 108 ust. 2 BRRD, w pierwszej kolejności należy zauważyć, że ustawodawca europejski położył szczególny nacisk na obowiązek wyraźnego poinformowania inwestorów o podporządkowanym charakterze przedmiotowych instrumentów finansowych. Obowiązek zawarcia takiej informacji w prospekcie emisyjnym jako osobnego czynnika ryzyka związanego z instrumentem finansowym wynika również z przepisu art. 7 Rozporządzenia Prospektowego²³⁵. Nowatorskie podejście ustawodawcy europejskiego wyraża się jednak

²³³ COM(2016) 853 final, 2016/0363 (COD).

²³⁴ Council of the European Union, Proposal of a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN UNION AND OF THE COUNCIL on amending Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council as regards ranking of unsecured debt instruments in insolvency hierarchy [first reading], 2016/0363 z 13 listopada 2017.

²³⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE.

w tym, że brak zawarcia informacji o podporządkowaniu będzie rodzić skutek braku podporządkowania – obligacje, w stosunku do których uchybiono temu obowiązkowi nie będą stanowić długu *sub-senior*.

Nowa treść przepisu art. 108 ust. 2 BRRD ustanawia kryterium jednego roku „pierwotnej zapadalności” (*original maturity*) instrumentów finansowych kwalifikowanych w MREL, nie ustanawiając równocześnie mechanizmu amortyzacji stosowanego wobec instrumentów finansowych kwalifikowanych jako Tier 2 (art. 64 CRR)²³⁶. Wydaje się zatem, że wyemitowany przez spółkę dług zwykły nieuprzywilejowany, spełniający kryteria określone w przepisie art. 45 BRRD będzie kwalifikowany jako MREL aż do zapadalności. Sprecyzowano też pojęcie instrumentu pochodnego, którego zawarcie w konstrukcji prawnej obligacji zwykłej nieuprzywilejowanej jest zabroniona (art. 108 ust. 2 lit. b) BRRD). Instrumentem takim nie będą mianowicie:

- 1) instrumenty dłużne o zmiennym oprocentowaniu, wynikającym z powszechnie stosowanej stopy referencyjnej,
- 2) instrumentów dłużnych, które nie są denominowane w walucie krajowej emitenta, o ile kwota główna, spłata i odsetki są denominowane w tej samej walucie.

Oznacza to zawężenie pojęcia instrumentu pochodnego, gdyż pojęcie to traktowane jest co do zasady bardzo szeroko – otwarty katalog instrumentów pochodnych zawiera Załącznik 1 Sekcja C MIFID II²³⁷. Celem tego zabiegu legislacyjnego było ostatecznie rozwianie wątpliwości co do tego, czy instrument finansowy posiadający zmienną wartość kuponu, ustalaną poprzez dodanie aktualnej stawki wskaźnika referencyjnego (np. WIBOR6M) i marży, ustalonych w warunkach emisji, należy uznać za instrument inkorporujący instrument pochodny. Na pytanie to udzielono ostatecznie odpowiedzi przeczącej, we wskazanym zakresie.

Na zakończenie należy też zauważyć, że na mocy przepisu art. 45 ust. 13 BRRD organ *resolution* może nałożyć na instytucję kredytową obowiązek częściowego wypełnienia obowiązków MREL instrumentami przewidującymi umowne umorzenie lub konwersję długu.

8.2.6. Prawo polskie

Zgodnie z obowiązującym brzmieniem przepisu art. 97 ust. 12 ustawy o BFG, instrumenty kwalifikowane na potrzeby MREL muszą odpowiadać określonym kryteriom, stanowiącym powtórzenie kryteriów określonych w przepisie art. 108 BRRD. Projekt

²³⁶ Por. Rozdział I.2.4.3.

²³⁷ Por. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE.

Ministerstwa Finansów z lutego 2018 roku²³⁸ przewiduje m.in. zmianę przepisu art. 97 ust. 12 ustawy o BFG w celu implementacji nowego brzmienia przepisu art. 108 BRRD, ustalonego na mocy dyrektywy 2017/2399. Projekt przyznaje BFG uprawnienie do żądania, aby część MREL została wypełniona przez instytucję kredytową za pomocą instrumentów, których warunki emisji – oprócz wskazanych kryteriów – dodatkowo przewidują redukcję kwoty zobowiązania lub konwersję zobowiązania na prawa udziałowe lub inne pozycje funduszy własnych na wypadek wystąpienia negatywnych zmian sytuacji finansowej, wypłacalności, pozycji kapitałowej lub funduszy własnych. Pierwotnie projektowano, aby BFG mógł przedstawić takie żądanie w stosunku do całości MREL, co oznaczałoby przyznanie krajowemu organowi *resolution* szerszych uprawnień niż czyni to ustawodawca europejski.

Co najistotniejsze, projektuje się również zmianę przepisu art. 440 ust. 2 PrUp, poprzez dodanie nowej kategorii długu (kategoria 6), spełniającej kryteria będące powtórzeniem opisanych kryteriów określonych w przepisie art. 108 BRRD. Prawodawca polski ustanawia jednak dodatkowy warunek: obligacje kwalifikowane na potrzeby MREL muszą posiadać wartość nominalną co najmniej 400 tys. PLN. Wymóg ten ma na celu ochronę inwestorów indywidualnych, znacznie ograniczając możliwości dystrybucji takich instrumentów, zwłaszcza względem inwestorów detalicznych.

8.3. Harmonizacja MREL i TLAC

W celu implementacji wymogów TLAC do prawa europejskiego, 23 listopada 2016 roku Komisja Europejska ogłosiła propozycję zmiany BRRD (tzw. BRRD II-e), CRR (tzw. CRR II-e) oraz Rozporządzenia SRM, zakładającą harmonizację podejścia od wymogów MREL i TLAC. Tym samym europejskie banki będą musiały wypełnić wymóg MREL, zaś europejskie G-SIBs – zarówno MREL, jak i TLAC. Planuje się zastąpienie dotychczasowego odniesienia wymogu MREL względem ogółu zobowiązań odniesieniem do RWA (art. 45 BRRD II-e). Po drugie, zakłada się wprowadzenie bezwzględnie obowiązującej wartości MREL, które będzie musiała być zgromadzona w każdym czasie. Brak zadośćuczynienia temu wymogowi będzie oznaczać nie tylko możliwość nałożenia kar administracyjnych (art. 110–111 BRRD) czy wzmożony nadzór regulacyjny na instytucją (art. 104 CRD IV), ale również uruchomienie środków wczesnej interwencji (art. 27 BRRD), w tym np. planów naprawy.

²³⁸ Projekt ustawy o zmianie ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów i przymusowej restrukturyzacji oraz niektórych innych ustaw, Ministerstwo Finansów, nr UC 110. Wszystkie uwagi względem Projektu odnoszą się do wersji projektu z 17 września 2018 roku.

W ramach implementacji TLAC do prawa europejskiego, planuje się rezygnację z pierwszej fazy implementacji i nałożenie obowiązku w docelowej wysokości (18% RWA) już od 1 stycznia 2019 roku. Tym też należy tłumaczyć opisywany pośpiech G-SIBs w procesie gromadzenia kapitału na potrzeby TLAC, widoczny poprzez szeroką emisję długu *sub-senior*. Kryteria niezbędne dla zakwalifikowania instrumentu finansowego na potrzeby MREL i TLAC mają zostać określone w przepisie art. 72 lit. a)–c) CRR II-e. Zgodnie z projektowanym przepisem art. 45 c) BRRD II-e, MREL zostanie podzielony na część stanowiącą wymóg i część stanowiącą wytyczną (a więc podobnie jak P2R i P2G). W przypadku D-SIBs wymóg MREL nadal będzie składać się z kwoty absorpcji strat oraz kwoty rekapitalizacji. Przepis art. 45 e) BRRD II-e nadaje organowi *resolution* kompetencję do nałożenia na instytucję kredytową (zarówno G-SIB, jak i D-SIB) dodatkowego wymogu kapitałowego, tzw. bufora zaufania rynkowego. Obecnie organy *resolution* posiadają taką kompetencję na podstawie przepisu art. 1 Rozporządzenia MREL. Dodatkowo jednak, w projektowanym stanie prawnym, będzie również możliwe nałożenie na instytucję bufora przyszłych strat.

Istotne spółki zależne G-SIBs (tj. takie, które generują więcej niż 5% RWA na poziomie skonsolidowanym lub więcej niż 5% dochodu operacyjnego, zlokalizowane poza obszarem EOG) będą musiały wypełnić co najmniej 90% wymogu TLAC nałożonego na podmiot dominujący (tzw. internal TLAC). Przepis art. 45 i) BRRD II-e przewiduje także coroczne raportowanie współczynnika MREL do organu nadzoru i organu *resolution*, a także jego podawanie do publicznej wiadomości.

Uniformizacja instrumentów kwalifikowanych na potrzeby MREL i TLAC ma dwojakie skutki. Z jednej strony, działanie takie jest oczywiście korzystne z punktu widzenia G-SIBs, które za pomocą pojedynczej emisji długu *sub-senior* wypełniają oba wymogi. Z drugiej strony, wymóg podporządkowania, pierwotnie adresowany w ramach standardu TLAC wyłącznie do G-SIBs, ulega rozszerzeniu na wszystkie banki podlegające wymogowi MREL. G-SIBs zmuszone są już obecnie dokonywać emisji na potrzeby TLAC, podczas gdy emisje pozostałych banków na potrzeby MREL pozostają odłożone w czasie. Należy spodziewać się, że w miarę zbliżania się terminu obowiązywania MREL (1 stycznia 2023 roku), będzie następować wzrost podaży długu *sub-senior* przez banki inne niż G-SIBs. Powstaje pytanie, czy wówczas na rynku długu będzie istniał wystarczający popyt na ten rodzaj długu. Wobec ogromnej liczby emisji dokonywanych na potrzeby TLAC może okazać się, że skumulowanie tak dużej liczby emisji na potrzeby MREL może okazać się problematyczne.

Alternatywnie można sobie wyobrazić rozwiązanie, w którym instrumenty emitowane na potrzeby TLAC spełniają równocześnie wymogi MREL, ale instrumenty emitowane na potrzeby MREL nie podlegają wymogowi podporządkowania. Doprowadziłoby to do powstania dwóch klas instrumentów: podporządkowanych instrumentów emitowanych przez G-SIBs na potrzeby (TLAC/MREL) oraz długu senioralnego emitowanego przez pozostałe banki na potrzeby MREL. Należy podkreślić, że „zwykły” dług senioralny nie jest wyłączony spod działania mechanizmu *bail-in*, przez co może zostać umorzony lub przymusowo skonwertowany na akcje lub instrumenty hybrydowe AT1 lub T2. Z drugiej jednak strony, organy nadzoru i organy *resolution* sprzeciwiają się emisji długu senioralnego na potrzeby MREL. Również oczekiwaniem rynku było właśnie stworzenie dodatkowej klasy instrumentów, które miałyby służyć za bufor bezpieczeństwa dla długu senioralnego. Wypełnienie wymogu MREL za pomocą długu *sub-senior* ogranicza w pewnym stopniu ryzyko umorzenia lub przymusowej konwersji długu senioralnego w ramach *bail-in*. Ostatecznie zatem wydaje się, że przyjęty sposób harmonizacji MREL i TLAC zasługuje na aprobatę, aczkolwiek pozostają aktualne obawy co do stopnia rynkowego popytu na dług *sub-senior* emitowany po 2020 roku.

9. Resolution transgranicznych grup finansowych

9.1. Współpraca międzynarodowa

O stopniu skomplikowania współczesnego systemu finansowy przesądza przede wszystkim sieć międzynarodowych instytucji finansowych, w tym w szczególności banków o statusie G-SIB. Dlatego też działania organu *resolution* nie będą na ogół wywierać skutku wyłącznie w państwie, w którym są dokonywane. Ich skutek bardzo często będzie również transgraniczny, co najmniej w zakresie pozostałych państw, w których funkcjonuje dana grupa kapitałowa. Ów międzynarodowy, transgraniczny skutek działań organu *resolution* może być źródłem sporów pomiędzy zaangażowanymi organami nadzoru (w tym w szczególności sporów pomiędzy organami *resolution*). Z tego względu przepisy BRRD oraz Rozporządzenia SRM zawierają szereg norm dotyczących międzynarodowej współpracy i koordynacji w aspekcie postępowania *resolution*, zarówno pomiędzy organami *resolution* państw członkowskich UE, jak i w zakresie współpracy z organami *resolution* państw trzecich. Normy te tworzą spójne ramy prawne, w których centrum znajduje się oczywiście SRB, przy czym samo istnienie „centralnego” organu *resolution* strefy euro nie powoduje automatycznego zastąpienia organów krajowych tejże strefy – SRB pełni raczej funkcję ich koordynatora. Znaczenie SRB podkreśla uregulowanie kompetencji tego organu w drodze bezpośrednio obowiązujących przepisów Rozporządzenia SRM. Normy wyrażone

w przepisach BRRD są natomiast adresowane głównie do organów *resolution* poszczególnych państw członkowskich UE. Jak już wskazywano, normy te muszą dopiero zostać zaimplementowane do krajowych systemów prawnych, co prowadzi do zróżnicowania ostatecznego kształtu postępowania *resolution* w państwach członkowskich UE. Celem zapewnienia spójności ram prawnych, przepisy Rozporządzenie SRM niejednokrotnie modyfikują normy BRRD.

Zgodnie z przepisem art. 87 BRRD, organy *resolution* mające podjąć działania na podstawie BRRD, powinien działać m.in. w sposób skoordynowany. Co więcej, organom *resolution* nakazuje się postępowanie w sposób zapewniający przejrzystą ocenę wpływu ich działań na stabilność systemów finansowych pozostałych państw członkowskich UE, jak i konsekwencje dla tamtejszych finansów publicznych oraz zasobów finansowych właściwych organów *resolution*. Celem wprowadzenia powyższych zasad jest uniknięcie podejmowania działań korzystnych dla systemu finansowego określonego państwa członkowskiego UE „kosztem” innego państwa czy państw²³⁹.

Podstawowym narzędziem mającym na celu przeprowadzenie sprawnego postępowania *resolution* transgranicznej grupy finansowej pozostają grupowe plany *resolution* (art. 92 BRRD)²⁴⁰. Plany te sporządzane są przez kolegia *resolution*, o których mowa w przepisie art. 88 BRRD, które określają również wysokość MREL zarówno na szczeblu grupowym, jak i na szczeblu pojedynczej instytucji finansowej. Ponadto kolegia te służą wymianie informacji pomiędzy organami *resolution*, uzgadnianiu i koordynowaniu działań oraz pozostałym kwestiom związanym z postępowaniem *resolution*. Osobnym ciałem pozostają natomiast europejskie kolegia *resolution*, ustanawiane wówczas, gdy grupa finansowa spoza UE posiada spółki zależne na terenie co najmniej dwóch państw członkowskich UE (art. 89 BRRD). Współpraca z państwami trzecimi posiada również dwóch inne istotne aspekty: (1) negocjowanie wspólnych działań, oraz (2) uznawalność na terenie UE postępowania *resolution* wszczętego przez organ *resolution* państwa trzeciego (art. 94 BRRD).

Wyjątkowo doniosłe znaczenie praktyczne przybrało ostatnio, w kontekście procesu opuszczenia UE przez UK (tzw. *Brexit*), inne zagadnienie, tj. kwestia uznawalności postępowania *resolution* przez sądy państwa trzeciego. Sytuacja jest stosunkowo prosta wówczas, gdy pomiędzy UE a państwem trzecim zawarto odpowiednią umowę międzynarodową. Umowę tę stosuje się wtedy z pierwszeństwem względem norm

²³⁹ Skuteczność tego systemu w dobie kryzysu jest jednak poddawana w wątpliwość, por. M. Schillig, *Resolution...*, op.cit., s. 503.

²⁴⁰ Elementy grupowego planu *resolution* określają przepisy Rozdziału II Rozporządzenia Delegowanego 2016/1075, por. szerzej ibidem, s. 505–507.

określonych w przepisie art. 94 BRRD, odgrywających rolę norm dyspozytywnych (*default rules*)²⁴¹. Współcześnie narastają obawy, że do dnia deklarowanego opuszczenia UE przez UK (29 marca 2019 roku) nie zostanie ratyfikowana kompleksowa umowa międzynarodowa, regulująca stosunki pomiędzy UE a UK, m.in. w kwestii uznawalności postępowania *resolution* przez sądy UK²⁴². Jak już wspomniano, prawo angielskie pozostaje podstawowym systemem prawnym wybieranym przez emitentów dłużnych instrumentów finansowych na eurorynku. Dotyczy to oczywiście również instrumentów AT1, T2, jak i instrumentów emitowanych na potrzeby MREL.

W ocenie EBA, w razie braku odpowiedniej umowy międzynarodowej, instrumenty finansowe wyemitowane pod prawem angielskim w dniu opuszczenia UE przez UK przestaną spełniać przesłanki kwalifikacji na potrzeby MREL²⁴³. Podstawą takiego wniosku jest niepewność co do tego, czy *resolution* zarządzona przez SRB (lub inny organ *resolution* państwa członkowskiego UE) zostałaby uznana za wiążącą przez angielski sąd. Kwalifikacja takich instrumentów na potrzeby MREL byłaby możliwa jedynie wówczas, gdyby w ich warunkach emisji zawarto „co najmniej” postanowienia gwarantujące uznanie takiej decyzji unijnego organu *resolution*. Z tego względu EBA sugeruje bankom emisję instrumentów finansowych na potrzeby MREL pod prawem któregoś z państw członkowskich UE.

Podobne stanowisko zajął SRB²⁴⁴, co do zasady wyłączając kwalifikację na potrzeby MREL instrumentów finansowych wyemitowanych pod prawem państwa trzeciego (tj. spoza UE). Wyjątkowo, taka kwalifikacja byłaby możliwa, gdyby zostało wykazane iż umorzenie lub konwersja instrumentu przez SRB (lub inny organ *resolution*) zostałaby uznana przez sąd takiego państwa trzeciego. W braku odpowiedniej umowy międzynarodowej, zakładającej uznanie decyzji unijnego organu *resolution* z mocy prawa, zaistniałaby konieczność zawarcia w warunkach emisji odpowiedniego postanowienia kontaktowego.

Ponadto przepis art. 113 ust. 1 CRD IV ustanawia wymóg podejmowania wspólnej decyzji kapitałowej i płynnościowej w odniesieniu do grup kapitałowych działających transgranicznie. Zasady postępowania i zakres wymaganych informacji mające na celu zapewnienie podjęcia wspólnej decyzji w sprawie adekwatności funduszy własnych, środków nadzorczych dotyczących nadzoru płynnościowego, poziomu wymogów płynnościowych i kapitałowych stosowanych wobec każdej instytucji wchodzącej w skład grupy i całej grupy kapitałowej, sprecyzowane zostały w Rozporządzeniu wykonawczym Komisji (UE) nr

²⁴¹ Por. szerzej ibidem, s. 508.

²⁴² Scenariusz ten określa się potocznie mianem *hard Brexit*.

²⁴³ EBA/Op.2017/12, 12 października 2017.

²⁴⁴ MREL – SRB Policy for 2017 and Next Steps, Single Resolution Board, 20 grudnia 2017.

710/2014²⁴⁵. Rozporządzenie JRAD określa m.in. wzór sprawozdania z przeglądu i oceny nadzorczej wskazujący na listę badanych ryzyk/obszarów na potrzeby wspólnej decyzji kapitałowej i płynnościowej oraz wzory sprawozdań z oceny ryzyka wskazujące na wymóg dokonania oceny przez organy nadzoru wskazanych ryzyk/obszarów odpowiednio dla podmiotów z grupy kapitałowej oraz na poziomie skonsolidowanym.

Kwestie dotyczące przekazywania informacji na potrzeby przeprowadzenia wspólnej oceny grupy kapitałowej i procesu podejmowania wspólnej decyzji zostały ujęte w:

- 1) Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/98²⁴⁶, oraz
- 2) Rozporządzeniu Wykonawczym Komisji (UE) 2016/99²⁴⁷.

9.2. Wybór strategii grupowego *resolution* a wyznaczanie MREL

Recital 80 Preambuły BRRD wskazuje odgórny (*top-down*) sposób wyznaczania i alokacji MREL w ramach grupy. Konsekwencją przyjęcia tego podejścia jest również uznanie, że działania podjęte w ramach *resolution* są podejmowane na poziomie poszczególnych osób prawnych, a kluczowe znaczenie ma zdolność do absorpcji strat przez osobę prawną, która je poniosła. Oznacza to konieczność alokacji MREL w sposób odzwierciedlający rozłożenie ryzyka w poszczególnych osobach prawnych należących do danej grupy. Tym samym MREL musi zostać wyznaczony indywidualnie dla każdego podmiotu z grupy, przy uwzględnieniu prawdopodobieństwa wystąpienia straty w stosunku do tego właśnie podmiotu. Okoliczność ta przesądza o konieczności ścisłego powiązania indywidualnych MREL z przyjętą strategią *resolution* grupy, tj.:

- 1) rozwiązanie polegające na ustanowieniu pojedynczego „punktu kontaktowego”²⁴⁸ – SPE (*Single Point of Entry*), albo
- 2) rozwiązanie polegające na ustanowieniu wielu „punktów kontaktowych” – MPE (*Multiple Point of Entry*).

²⁴⁵ Rozporządzeniu Wykonawczym Komisji (UE) nr 710/2014 z dnia 23 czerwca 2014 r. ustanawiającym wykonawcze standardy techniczne dotyczące warunków stosowania procedury wspólnej decyzji na temat wymogów ostrożnościowych dostosowanych do konkretnych instytucji zgodnie z dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE, zwane dalej „Rozporządzeniem JRAD” (JRAD - Joint Decision Regarding the Capital Adequacy).

²⁴⁶ Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2016/98 z dnia 16 października 2015 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących określania ogólnych warunków funkcjonowania kolegiów organów nadzoru.

²⁴⁷ Rozporządzenie Wykonawcze Komisji (UE) 2016/99 z dnia 16 października 2015 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne dotyczące ustalania zasad operacyjnego funkcjonowania kolegiów organów nadzoru zgodnie z dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE.

²⁴⁸ Przez „punkt kontaktowy” należy rozumieć podmiot w strukturze grupy, względem którego będą adresowane działania w ramach *resolution*.

Rozporządzenie 2016/1075 określa dalsze szczegóły techniczne w tym zakresie, odwołując się zarówno do wskazanego fragmentu Preambuły BRRD, jak i wytycznych Rady Stabilności Finansowej (pkt 23). Przepis art. 25 Rozporządzenia 2016/1075 określa kryteria wyboru strategię przymusowej restrukturyzacji: MPE albo SPE. Kryteria te obejmują:

- 1) model biznesowy instytucji finansowej lub grupy (art. 25 ust. 1),
- 2) zakładany rodzaj instrumentu *resolution* (art. 25 ust. 3 lit. a)),
- 3) niezbędny poziom MREL dla proponowanej strategii (art. 25 ust. 3 lit. b)),
- 4) określenie podmiotu mającego zaciągać „zewnętrzne” zobowiązania kwalifikowane jako MREL. Jeżeli podmiotem takim jest podmiot dominujący grupy (lub grupowa spółka holdingowa), a emisja zapewni zdolność do absorpcji strat i rekapitalizacji grupy, wówczas za wystarczającą przyjmuje się strategię SPE (art. 25 ust. 3 lit. b) pkt (i)). Jeżeli natomiast zdolność ta ma zostać zapewniona przez zaciągnięcie „zewnętrznych” zobowiązań przez większą liczbę podmiotów grupy – wówczas powinno się przyjąć strategię MPE (art. 25 ust. 3 lit. b) pkt (ii)),
- 5) umowne mechanizmy przenoszenia strat pomiędzy podmiotami grupy (art. 25 ust. 3 lit. c)),
- 6) strukturę grupy i stopień jej scentralizowania (art. 25 ust. 3 lit. d)). Jeżeli stopień ten jest wysoki w zakresie zarządzania płynnością, ryzykiem, operacjami skarbowymi (*treasury*) lub systemem informatycznym, wówczas za wystarczającą przyjmuje się strategię SPE (art. 25 ust. 3 lit. d) pkt (i)). Jeżeli natomiast grupa prowadzi działalność w ramach co najmniej dwóch wyraźnie wyodrębnionych podgrup, które prowadzą działalność niezależnie pod względem finansowym, prawnym lub operacyjnym – wówczas powinno się przyjąć strategię MPE (art. 25 ust. 3 lit. d) pkt (ii)).

W ustawie o BFG brak literalnego odniesienia do sposobu alokacji MREL, co nie zmienia oczywiście faktu, że BFG jest w tym zakresie adresatem bezpośrednio obowiązujących norm Rozporządzenia 2016/1075.

9.3. Wybór strategii grupowego *resolution* a struktura grupy

W praktyce wyróżnia się trzy rodzaje grup finansowych, w ramach których funkcjonują największe instytucje finansowe: model spółki holdingowej, model „dużego banku” i model „globalnego multi-banku”²⁴⁹. Pierwszy model zakłada istnienie struktury holdingowej złożonej z osobnych banków komercyjnych i inwestycyjnych, na szczycie której znajduje się spółka holdingowa. Spółki zależne prowadzą działalność operacyjną niezależnie, aczkolwiek

²⁴⁹ Por. M. Schillig, *Resolution...*, op.cit., s. 81–87.

wszystkie korzystają z należących do grupy np.: znaków towarowych lub infrastruktury technologicznej. Finansowanie zewnętrzne zapewnia w dużej mierze spółka holdingowa, podczas gdy spółki operacyjne pozyskują je jedynie w niezbędnym zakresie (depozyty, transakcje repo itd.). Osobną odmianą modelu jest natomiast sytuacja, w której wszystkie spółki grupy emitują dług *senior debt*. Model spółki holdingowej stanowi standard w USA, opierając się wyraźnie na obowiązującej tam przez długie lata zasadzie rozdzielania bankowości komercyjnej oraz inwestycyjnej (na podstawie tzw. *Glass-Steagall Act* z 1933 roku).

Model „dużego banku” zakłada natomiast prowadzenie uniwersalnej działalności bankowej przez jeden podmiot, pozyskujący równocześnie finansowanie zewnętrzne. Model ten, typowy dla niemieckich „*Grossbanken*”, może funkcjonować jedynie przy braku regulacyjnych barier dla łączenia działalności komercyjnej oraz inwestycyjnej. Spółki zależne „dużego banku” będą natomiast powstawać na skutek działalności transgranicznej w innych państwach. Taka grupa będzie na ogół zarządzana w sposób silnie scentralizowany, przy dążeniu do zmarginalizowania (z punktu widzenia zarządzania) znaczenia odrębności prawnej spółek zależnych. Pozyskiwanie finansowania zewnętrznego przez spółki zależne pozostaje kwestią ekonomicznej decyzji „dużego banku”. Jeżeli dana spółka będzie posiadać wystarczająco bezpieczne aktywa, związane z działalnością w danym państwie, wówczas samodzielne pozyskanie finansowania zewnętrznego opartego na sile własnego bilansu może okazać się korzystniejsze dla całej grupy niż poleganie na finansowaniu pochodzącym z „dużego banku”. Przeprowadzenie *resolution* takiej grupy na zasadzie SPE może być zatem teoretycznie możliwe, przy czym zwraca się uwagę na praktyczne trudności, mogące wynikać np.: z braku prawnego oddzielenia linii biznesowych „dużego banku” i jego spółek zależnych²⁵⁰.

Model globalnego multi-banku zakłada natomiast istnienie rozproszonej struktury holdingowej, o zróżnicowanym sposobie pozyskiwania finansowania zewnętrznego. Finansowanie to mogą pozyskiwać zarówno spółki zależne, jak i spółka holdingowa. W grupie mogą też funkcjonować podmioty zajmujące się działalnością inną niż bankowa, np. działalnością ubezpieczeniową. Przy takim stopniu decentralizacji, ewentualna upadłość jednego z podmiotów teoretycznie nie powodowałaby zagrożenia dla pozostałych podmiotów (z wyjątkiem kosztów reputacyjnych)²⁵¹.

²⁵⁰ Ibidem, s. 86.

²⁵¹ Jako przykład takiego modelu wskazuje się brytyjski bank HSBC.

Generalnie postuluje się dążenie do struktury spółki holdingowej, która umożliwiłaby przeprowadzenie *resolution* banku o statusie G-SIB na zasadzie SPE. Cel ten można osiągnąć narzucając międzynarodowym instytucjom finansowym przyjęcie takiej struktury na etapie planowania *resolution* przez właściwe organy *resolution*. Inne podejście zakłada natomiast – wzorem nadzorca szwajcarskiego – skonstruowanie systemu zachęt kapitałowych do przyjęcia takiej właśnie struktury, np.: poprzez nałożenie dodatkowych wymogów kapitałowych na instytucje o odmiennej strukturze. W celu ograniczenia systemowego szoku związanego z *resolution* instytucji G-SIB jako najbardziej odporną strukturę wskazuje się zaś strukturę holdingową, gdzie spółka dominująca jest spółką publiczną, pozyskującą finansowanie jedynie za pomocą obligacji *senior debt* o określonej zapadalności²⁵². Wszczęcie *resolution* spółki holdingowej spowoduje strukturalne podporządkowanie tych instrumentów względem długu emitowanego przez spółki operacyjne, co doprowadzi do spełnienia wymogu podporządkowania długu kwalifikowanego na potrzeby TLAC²⁵³. Równocześnie, strukturalny – a nie kontraktowy – charakter takiego podporządkowania pozwoliłby uniknąć narażenia mechanizmu *resolution* na kontrowersje związane z interpretacją kontraktów²⁵⁴.

10. Podsumowanie

Mechanizm *bail-in* i mechanizm umorzenia instrumentów kapitałowych istotnie zmieniają charakter instrumentów T2. Jak wskazano w rozdziale drugim, instrumenty te na gruncie CRR miały zasadniczo posiadać atrybut absorpcji strat *ex post* (*gone concern*). Powyższe mechanizmy czynią jednak z instrumentów T2 środek absorpcji strat *ex ante* (*going concern*), odpowiadając założeniom Basel III. W tym kontekście zwłaszcza mechanizm umorzenia instrumentów kapitałowych stanowi uzupełnienie CRR, wywierając taki sam skutek jak wprowadzenie do konstrukcji instrumentu hybrydowego zdarzenia inicjującego konwersję (lub umorzenie) PONV. Uruchomienie *resolution* wówczas, gdy bank znajdzie się na skraju upadłości (PONV) jest skuteczniejszym narzędziem niż poleganie na współczynniku kapitałowym, gdyż współczynnik ten może pozostawać nienaruszony, a mimo tego instytucja będzie w stanie krytycznym²⁵⁵. Narzędziami absorpcji strat *ex ante* stają się również instrumenty kwalifikowane na potrzeby *bail-in*, w tym zwłaszcza nowa klasa aktywów (*sub-senior*).

²⁵² J.N. Gordon, W.-G. Ringe, w: D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking...*, op.cit., s. 520.

²⁵³ Na strukturalne podporządkowanie długu emitowanego przez spółkę holdingową zwraca również uwagę M. Schillig, *Resolution...*, op.cit., s. 84.

²⁵⁴ J.N. Gordon, W.-G. Ringe, w: D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking...*, op.cit., s. 522.

²⁵⁵ A. Cahn, P. Kenadijan, w: D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking...*, op.cit., s. 238.

Rozdział III. Modele wyceny AT1. Analiza spreadów AT1 CoCos

Wycena papierów AT1 sprowadza się do kalkulacji spreadu kredytowego. Analiza spreadu, jego dekompozycja, jest zadaniem skomplikowanym ze względu na mnogość złożonych klauzul zawartych w instrumencie, opisanych w powyższych rozdziałach.

Modele wyceny AT1 CoCos można sklasyfikować jak modele rynkowe albo strukturalne.

Wśród modeli rynkowych najbardziej znane to modele credit derivatives oraz equity derivatives²⁵⁶. Modele strukturalne to modele oparte na podejściu Mertona (Penacchi, 2011; Liberadzki 2016), względnie modele wykorzystujące analizę regresji, np. model implied CET1 volatility²⁵⁷ na końcu rozdziału zaś prezentujemy propozycję własną modelu ekonometrycznego, reprezentującego podejście strukturalne. Model stanowi uzupełnienie modelu strukturalnego autorstwa J. De Spiegeleer i W. Schoutens²⁵⁸, który wykorzystuje ocenę wpływu miary distance to trigger skorygowaną o ryzyko na spread CoCos. Nasze podejście wykorzystuje kilkanaście miar charakterystycznych dla CoCos opisanych w rozdziałach pierwszym i drugim do oceny ich wpływu na tzw. „spread to Tier 2”, czyli określony komponent spreadu CoCos.

1. Uwagi dotyczące spreadu kredytowego

Papiery CoCos, tak jak obligacje korporacyjne, wycenia się kalkulując spread kredytowy, rozumiany jako różnica pomiędzy rentownością analizowanego papieru i wybranych obligacji referencyjnych (najczęściej skarbowych) lub stawki swapów dla tej samej waluty.

Najczęściej jako miarę rentowności obligacji CoCos przyjmuje się stopę zwrotu do pierwszej daty ewentualnego przedterminowego odkupu tzw. *First Call Day* (YTC), a dla obligacji referencyjnych stopę zwrotu do momentu zapadalności (YTM)

$$\text{Spread} = \text{YTC} - \text{YTM} .$$

Naturalnie, znając spread kredytowy w wybranej konwencji (na przykład jako YTC), można następnie obliczyć odpowiadającą temu spreadowi cenę papieru.

²⁵⁶ J.De Spiegeleer, W.Schoutens, *Pricing contingent convertibles: A derivatives approach*, „Journal of Derivatives” 2012, vol. 20, no. 2, s. 27–36.

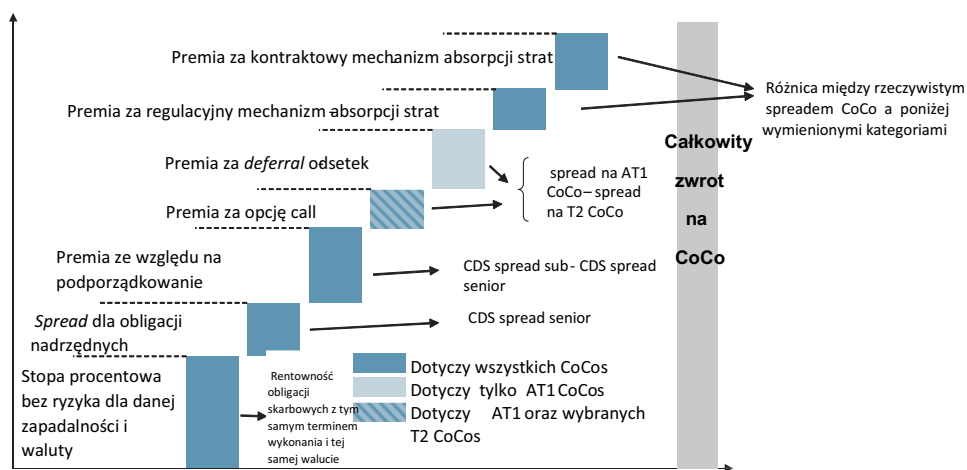
²⁵⁷ J.De Spiegeleer, S. Höcht, I. Marquet, W. Schoutens, *CoCo bonds and implied CET1 volatility*, „Quantitative Finance” 2017, vol. 17, no. 6, s. 813–824.

²⁵⁸ J. De Spiegeleer, S. Hoecht, I. Marquet, W. Schoutens, *The Impact of a New CoCo Issuance on the Price Performance of Outstanding CoCos*, w: *Innovations in Derivatives Markets: Ficed Income Modelling Valuation Adjustments, Risk Management and Regulation*, K. Glau, Z. Grbac, M. Scher, I.R. Zagst (red), Springer International Publishing, 2016, s. 405–419.

Gdy punktem odniesienia dla obligacji CoCos jest krzywa swapowa lub zerokuponowa krzywa skarbową, wtedy mówi się o Z-spread (zero *volatility spread*), przy czym w odniesieniu do drugiej krzywej używa się określenia T-spread.

W odniesieniu do papierów CoCos można zastosować metodę dekompozycji spreadu kredytowego ze względu na klauzule zawarte w obligacji. W metodzie tej wykorzystuje się kwotowania innych obligacji hybrydowych, kontraktów Credit Default Swap (CDS) oraz obligacji zwykłych typu *senior* i podporządkowanych tego samego emitenta w tej samej walucie. Zasadę działania metody dekompozycji spreadu zaprezentowano na rysunku 13.

Rysunek 13. Propozycja dekompozycji spreadu kredytowego obligacji CoCo



Źródło: opracowanie własne na podstawie diagramu banku Credit Suisse.

W przypadku analizy cen obligacji CoCo użyteczność Z-spreadu jest problematyczna, gdyż papiery te zawierają wiele unikalnych klauzul, np. prawo przedterminowego odkupu po stronie emitenta, anulowania płatności kuponowych (w przypadku nieodpowiedniego poziomu ADI/MDA) czy też głębokiego podporządkowania. Z tego względu do dalszych badań pod uwagę zostanie wzięty jedynie spread będący wynagrodzeniem za te wymienione klauzule CoCos, które nie występują w przypadku innych papierów dłużnych. W badaniu empirycznym wykorzystana zostanie różnica pomiędzy Z-spreadem a spreadem na kontrakcie CDS Index dla obligacji Tier 2 (CDS spread sub). Tak zdefiniowany spread będzie w dalszej części pracy określany jako 'Spread to Tier 2'.

Przypomnijmy, że CDS Index na obligacje Tier 2 emitowane przez bank X to kontrakt finansowy, w którym przepływy gotówki zależą od zajścia lub nie w pewnym okresie czasu zdarzenia kredytowego powodującego częściowe lub całkowite umorzenie obligacji Tier 2

wyemitowanych przez bank X lub ich konwersję na akcje. Zdarzeniem kredytowym jest np. wdrożenie procesu *resolution* banku.

W przypadku gdy zdarzenie kredytowe nie zaszło, nabywca kontraktu płacił co kwartał kwotę $sN/4$ (gdzie s to tzw. spread, a N – nominal), czyli sprzedający kontrakt otrzymał łączną kwotę sNT w $4T$ ratach (T czas życia kontraktu w latach) i nie poniósł żadnych kosztów.

W przypadku gdy zaszło zdarzenie kredytowe w chwili τ , $0 < \tau \leq T$, to nabywca kontraktu zapłacił łączną kwotę τsN (raty na koniec pierwszych m kwartałów, $4m \leq \tau$, i naliczone odsetki płatne w chwili τ), natomiast sprzedawca kontraktu płaci w chwili τ kwotę LN , $0 < L < 1$. Algorytm, według którego jest wyznaczana stopa L jest ustalony w warunkach emisji kontraktu.

Spread s dostarcza nam informacji jak rynek ocenia możliwość defaultu banku X.

Zilustrujemy to za pomocą uproszczonego modelu opartego na martyngałowej wycenie instrumentów pochodnych, płaskiej strukturze terminowej, wykładniczym prawdopodobieństwie defaultu i niezależności stopy L od daty defaultu. Dyskontujemy wszystkie przepływy gotówki za pomocą płaskiej struktury terminowej czynnika dyskontującego, $B(t) = \exp(-\delta t)$, $\delta > 0$. Martyngałowa zasada wyceny mówi, że wartości oczekiwane, w mierze martyngałowej Q , zdyskontowanych wpłat sprzedającego i kupującego są równe

$$E_Q(PV_{\text{kupujący}}) = E_Q(PV_{\text{sprzedający}}).$$

Zauważmy, że Present Value płatności kupującego można przybliżyć za pomocą zdyskontowanego ciągłego stałego przepływu gotówki

$$\exp(\delta/4) PV_{\text{kupujący}} > PV_{\text{ciągły}} > PV_{\text{kupujący}} > \exp(-\delta/4) PV_{\text{ciągły}}.$$

Oznaczmy przez τ moment defaultu

$$PV_{\text{ciągły}}(\tau) = \int_0^\tau s e^{-\delta t} dt = \frac{s}{\delta} (1 - e^{-\delta \tau}).$$

Zakładamy, że τ ma rozkład wykładniczy $\text{Exp}(\lambda)$, $\lambda > 0$.

$$\begin{aligned} E_Q(PV_{\text{ciągły}}) &= E_Q(PV_{\text{ciągły}}(\tau) 1_{\tau \leq T} + PV_{\text{ciągły}}(T) 1_{\tau > T}) = \\ &= \int_0^T \frac{s}{\delta} (1 - e^{-\delta t}) \lambda e^{-\lambda t} dt + \frac{s}{\delta} (1 - e^{-\delta T}) e^{-\lambda T} = \frac{s}{\lambda + \delta} (1 - e^{-(\lambda + \delta)T}). \end{aligned}$$

Z drugiej strony

$$E_Q(PV_{\text{sprzedający}}) = E_Q(L) \int_0^T e^{-\delta t} \lambda e^{-\lambda t} dt = E_Q(L) \frac{\lambda}{\lambda + \delta} (1 - e^{-(\lambda + \delta)T}).$$

Po przyrównaniu wartości oczekiwanych otrzymujemy:

$$s \approx E_Q(L) \lambda \tag{1}$$

Zatem jeśli znamy spread s to z przyjętych założeń modelowych wynika, że prawdopodobieństwo defaultu do momentu T w mierze martyngałowej Q wynosi w przybliżeniu $1 - \exp(-sT/E_Q(L))$.

$$Q(\tau \leq T) = 1 - \exp(-sT/E_Q(L)).$$

Czyli cena modelowa (teoretyczna) obligacji zero-kuponowej Tier 2, płacącej w chwili T 1, gdy nie zajdzie default i 0 w przeciwnym przypadku, wynosi

$$P = \exp(-sT/E_Q(L) - \delta T). \quad (2)$$

2. Klasyfikacja modeli wyceny CoCos

Wycena CoCos jest zadaniem skomplikowanym ze względu na mnogość zawartych klauzul w tego typu instrumentach. Chodzi tu o opisane w rozdziale drugim klauzule przedterminowego wykupu, zaprzestania wypłaty odsetek, podwójnego podporządkowania, zmiany odsetek, czy wreszcie przymusową zamianę lub odpis nominału. Konwersja CoCos na akcje wyzwalana jest poprzez zmianę wskaźników regulacyjnych emitenta – zjawiska trudnego do modelowania jako procesu stochastycznego przy wykorzystaniu stosowanych w matematyce finansowej technik pozwalających na określenie rynkowych miar wyceniających.

W wycenie obligacji korporacyjnych obciążonych ryzykiem kredytowym stosuje się zasadniczo dwa ujęcia: strukturalne albo intensywnościowe. W ujęciu strukturalnym niewypłacalność jest rezultatem procesu wartości rynkowej aktywów emitenta obligacji. Inspiracją stał się model zaproponowany przez R. Mertona²⁵⁹. Modele te uwzględniają zarówno rynkową wycenę akcji emitenta, jak i implikowane *volatility* cen akcji. Ponadto biorą pod uwagę dźwignię finansową, strukturę długu (i jego zapadalność) oraz pośrednio zmienność rynkowej wartości aktywów. Stosując metodykę wyceny opcji, można określić spread kredytowy (wycenić obligację), a także policzyć indywidualne ryzyko kredytowe jako prawdopodobieństwo niewypłacalności²⁶⁰. Niewypłacalność następuje wtedy, gdy rynkowa wartość aktywów spada poniżej określonej bariery wyznaczonej najczęściej przez wartość nominalną zobowiązań. Podejście to modyfikuje się inaczej, ustalając barierę niewypłacalności²⁶¹ lub włączając inne procesy, np. proces stopy procentowej²⁶².

²⁵⁹ R. Merton, *On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates*, „Journal of Finance” 1974, no. 28, s. 449–470.

²⁶⁰ G. Liang, L. Giang, *A modified structural model for credit risk*, „IMA Journal of Management Mathematics” 2012, no. 23, s. 147–170.

²⁶¹ F. Black, J. Cox, *Some effects of bond indenture provisions*, „Journal of Finance” 1976, no. 31, s. 351–367.

²⁶² F. Longstaff, E. Schwartz, *A simple approach to valuing risky fixed and floating rate debt*, „Journal of Finance” 1995, no. 50, s. 789–819.

Modele intensywnościowe pomijają problem przyczyny niewypłacalności i wykorzystują egzogeniczny parametr stopy (intensywności) niewypłacalności²⁶³. Mają one szerokie zastosowanie w przypadku tych instrumentów dłużnych, których główne cechy objawiają się w chwili, gdy dochodzi do pogorszenia kondycji finansowej emitenta.

Stosowane modele wyceny CoCos można zaklasyfikować²⁶⁴ jako modele strukturalne²⁶⁵ albo modele rynkowe, te ostatnie z kolei dzielą się na modele typu credit derivatives i equity derivatives²⁶⁶.

Formułuje się trzy główne kryteria adekwatności modelu wyceny w odniesieniu do obligacji CoCos. Pierwszym jest wyraźne uwzględnienie charakterystyk obligacji CoCos, takich jak sposób ustalania zdarzenia inicjującego. Zgodnie z drugim kryterium wymaga się, żeby model obejmował wszystkie cechy obligacji charakterystyczne dla hybryd, mianowicie: *deferral* odsetek, opcję call, zmianę sposobu naliczania odsetek (*step-up, fixed to reset*). Trzecim kryterium jest praktyczność modelu rozumiana jako możliwość w zakresie jednoznacznego kwotowania parametrów rynkowych hybryd, kalibracji modelu do wybranych parametrów rynkowych, wykorzystania modelu również do kalkulacji parametrów wrażliwości. Uwzględniając sformułowane kryteria, żaden ze znanych modeli nie spełnia wszystkich warunków jednocześnie. Jeśli chodzi o pierwsze i drugie kryterium, największe możliwości w tym zakresie oferują modele strukturalne. W ramach trzeciego kryterium modele typu credit derivatives oraz equity derivatives pozostają odpowiednie.

3. Propozycja modeli ekonometrycznych

3.1. Wstęp

Wykonana w niniejszym podrozdziale analiza ekonometryczna spreadów CoCos wpisuje się w nurt modeli strukturalnych wyceny. Jest one rozwinięciem koncepcji modelu strukturalnego opartego na wskaźniku implikowanej zmienności współczynnika wypłacalności CET1: *implied CET1 volatility* (De Spiegeleer&Schoutens, 2017).

²⁶³ R. Jarrow, S. Turnbull, *Pricing derivatives on financial securities subject to credit risk*, „Journal of Finance” 1995, no. 50, s. 53–86; D. Duffie, K.J. Singleton, *Modeling term structure of defaultable bonds*, „Review Financial Studies” 1999, no. 12, s. 687–720.

²⁶⁴ Taką klasyfikację zaproponowano w: S. Wilkens, N. Bethke, *Contingent convertible (CoCo) bonds: A first empirical assessment of selected pricing models*, „Financial Analyst Journal” 2014, vol. 70, marzec–kwiecień.

²⁶⁵ G. Penacchi, *A structural model of contingent bank capital*, Working Paper, University of Illinois, marzec 2011; D.B. Madan, W. Schoutens, *Conic Coconuts: The pricing of contingent capital notes using conic finance*, „Mathematics and Financial Economics” 2011, vol. 4, no. 2, marzec, s. 87–106; M.P.H. Buergi, *Pricing contingent convertibles...*, op.cit., s. 31–63.

²⁶⁶ J. De Spiegeleer, W. Schoutens, *Pricing contingent convertibles: A derivatives approach*, „Journal of Derivatives” 2012, vol. 20, no. 2, s. 27–36.

Analiza przedstawiona w rozdziałach pierwszym i drugim wskazuje, że wskaźnik *distance to trigger* (różnica pomiędzy wykazywanym przez bank współczynnikiem CET1 a poziomem poprzeczki 5,125% lub 7%)²⁶⁷ niekoniecznie jest tym właściwym z punktu widzenia kształtowania się ceny CoCos w obliczu triggera regulacyjnego PONV.

Niemniej jednak można założyć, że ta swoista poduszka kapitału regulacyjnego nad kontraktowym poziomem inicjującym współczynnika wypłacalności istotnie wpływa na wycenę hybrydy. Z takiego założenia wyszli twórcy modelu strukturalnego *implied CET1 volatility*. Nieskorygowany o ryzyko wskaźnik *distance to trigger* (DsT) można określić w kategoriach absolutnych (jako różnicę pomiędzy współczynnikiem CET1 banku a triggerem CoCos) albo w sposób względny, tak jak niżej²⁶⁸:

$$DsT = \frac{\text{współczynnik CET1}}{\text{trigger kontraktowy}} \quad (3)$$

Konwersja lub umorzenie instrumentu następuje w przypadku, gdy wartość $DsT < 1$ przed terminem wygaśnięcia obligacji. Jednakże nieskorygowany o ryzyko wskaźnik DsT jest słabą miarą czynnika ryzyka wbudowanego w papier CoCos nawiązującego do klauzuli kontraktowego umorzenia/zamiany. Analiza regresji skutkuje wartością współczynnika dopasowania R^2 na poziomie zaledwie 2,3% (De Spiegeleer & Schoutens, 2017). Istotnie, wartość współczynnika wypłacalności CET1 daje statyczny obraz banku, nie uwzględniając dynamiki tego wskaźnika wynikającej z zachodzących w banku różnych zdarzeń, takich jak zmiana wyniku finansowego, poziomu niepracujących kredytów itd. W związku z tym autorzy modelu *implied CET1 volatility* postanowili wykorzystać do analizy spreadu CoCos miarę *distance to trigger* skorygowaną o ryzyko odnoszące się do wskaźnika CET1. Miarą ryzyka jest wspomniana implikowana zmienność współczynnika CET1: $\sigma_{CET1}^{implied}$. Warto przypomnieć, że wartość $\sigma_{CET1}^{implied}$ można wyznaczyć stosując właśnie modele rynkowe oparte na *implied CET1 volatility* (De Spiegeleer & Schoutens, 2017). Dokonawszy regresji spreadu obligacji CoCo ze wskaźnikiem DsT skorygowanym o ryzyko, wspomniani badacze odnotowali istotny wzrost współczynnika R^2 , który osiągnął wartość na poziomie 50%.

W naszym badaniu postanowiliśmy zastosować nieskorygowany o ryzyko, absolutny wskaźnik *distance to trigger* i uzupełnić analizę regresji o większą liczbę zmiennych objaśniających, które naszym zdaniem, podobnie jak wskaźnik *distance to trigger*, powinny objaśniać kształtowanie się spreadu kredytowego CoCos. Wykorzystujemy kilkanaście miar

²⁶⁷ Por. Rozdział I.2.3.5.1.

²⁶⁸ I. Marquet, *The Risk Management of Contingent Convertible (CoCo) Bonds*, KU Leuven, Arenberg Doctoral School, grudzień 2017, s. 116.

charakterystycznych dla CoCos opisanych w rozdziałach pierwszym i drugim do oceny ich wpływu na tzw. „spread to Tier 2”, czyli określony komponent spreadu CoCos.

3.2. Dane do modeli

Analiza dotyczy obligacji CoCo wyemitowanych przez 33 banki europejskie:

- siedem brytyjskich: Barclays; HSBC Holdings; Lloyds Bkg Group; Nationwide; Royal Bank of Scotland Group; Santander UK Group Holdings; Standard Chartered;
- pięć hiszpańskich: Banco Sabadell; Bankia; BBVA; CaixaBank; Santander;
- cztery szwedzkie: Nordea Bank; SEB; Svenska Handelsbanken; Swedbank;
- trzy francuskie: BNP Paribas; Crédit Agricole; Société Générale;
- trzy holenderskie: ABN AMRO Bank; ING Groep; Rabobank;
- dwa austriackie: Erste Group Bank; Raiffeisen Bank International;
- dwa irlandzkie: Allied Irish Banks; Bank of Ireland;
- dwa włoskie: Intesa Sanpaolo; UniCredit;
- dwa szwajcarskie: Credit Suisse Group; UBS Group;
- jeden duński: Danske Bank;
- jeden niemiecki: Deutsche Bank;
- jeden norweski: DNB Bank.

Dane dotyczące banków pochodzą z rocznych sprawozdań za rok 2017.

Dane dotyczące obligacji z listów emisyjnych oraz z notowań Bloomberg z trzech dni 13.03.2018, 05.04.2018 i 19.04.2018.

Razem analizie poddanych zostało 351 rekordów. Co obejmuje około 90% obligacji CoCos wyemitowanych przez banki.

Skalibrowano dwa modele liniowe postaci:

$$Y = b_1X_1 + \dots + b_kX_k + \epsilon.$$

Pierwszy z modeli jest zainspirowany metodą dekompozycji spreadu kredytowego a drugi martyngałową metodą wyceny spreadu Indeksu CDS.

3.3. Model #1

3.3.1. Dane do modelu

Zmienna objaśnianą Y jest różnica między „Z-spreadem” obligacji CoCo, liczoną na „first call day” (czyli nadwyżka rentowności CoCos nad rentownością obligacji skarbowych), a „spreadem” indeksu CDS na instrumenty Tier 2 wyemitowane przez ten sam bank i zapadającego w zbliżonym terminie co „first call day” obligacji CoCo. Czyli według metody

dekompozycji odpowiada ona za premię za opcję call, premię za deferral odsetek i częściowo za premię z tytułu regulacyjnego i kontraktowego mechanizmu absorpcji strat.

Po eliminacji mniej istotnych (statystycznie) regresorów pozostało ich w modelu 12. Minimalna wartość współczynnika t-ratio (statystyki t-Studenta) wynosi 3,24.

X_1 – liczba punktów bazowych (bp), o które wzrasta kupon przy pierwszym przeszacowaniu, jeżeli emitent nie wykonał opcji *call*²⁶⁹.

X_2 – nadwyżka nad 10,4 średniego ratingu emisji na podstawie ratingów nadanych przez agencje Moody's, S&P i Fitch.

Tabela 4. Przelicznik ratingów na punkty

Moody's	S&P	Fitch	Waga
Aaa	AAA	AAA	1
Aa1	AA+	AA+	2
Aa2	AA	AA	3
Aa3	AA-	AA-	4
A1	A+	A+	5
A2	A	A	6
A3	A-	A-	7
Baa1	BBB+	BBB+	8
Baa2	BBB	BBB	9
Baa3	BBB-	BBB-	10
Ba1	BB+	BB+	11
Ba2	BB	BB	12
Ba3	BB-	BB-	13
B1	B+	B+	14
B2	B	B	15
B3	B-	B-	16
Caa	CCC	CCC	17
Ca	CC	CC	18
Ca	C	C	19
C	D	D	20

Źródło: opracowanie własne.

X_3 – iloczyn kuponu obligacji CoCo i notowania *spreadu* indeksu CDS na instrumenty Tier 2.

X_4 – nadwyżka procentowa indeksu CET1 banku (emitenta obligacji CoCo) nad wymogiem MDA²⁷⁰, tzw. „poduszka MDA”.

X_5 – *leverage ratio* banku.

Wskaźnik dźwigni (*leverage ratio*) instytucje obliczają obowiązkowo²⁷¹. Konstrukcja wskaźnika jest następująca: kapitał Tier 1²⁷²/miara ekspozycji całkowitej (*leverage exposure*). Miara ekspozycji całkowitej jest sumą wartości ekspozycji z tytułu wszystkich aktywów

²⁶⁹ Por. Rozdział II.2.3.2.

²⁷⁰ Por. Rozdział I.2.3.3.

²⁷¹ Por. art. 429 ust.1 CRR

²⁷² A więc kapitały CET1 + AT1

i pozycji pozabilansowych nieodliczonych przy wyznaczaniu miary kapitału Tier 1²⁷³. Jest zwykle nieco niższa niż wartość aktywów ogółem w bilansie. Przekroczenie maksymalnego poziomu wskaźnika zalecanego przez Basel III może mieć wpływ na podjęciu decyzji o *resolution*²⁷⁴, natomiast zasadniczo nie wiąże się z żadnymi sankcjami nadzorczymi.

X_6 – czas w latach do pierwszej daty call (*first call day*).

X_7 – kwadrat czasu w latach do *first call day*.

X_8 , X_9 i X_{10} – zmienne zero jedynekowe, przyjmujące wartość 1, gdy data notowań jest równa odpowiednio 13.03.2018, 19.04.2018 i 5.04.2018.

X_{11} – zmienna zero jedynekowa, przyjmująca wartość 1, gdy obligacja CoCo jest denominowana w GBP.

X_{12} – zmienna zero jedynekowa, przyjmująca wartość 1, gdy emisja obligacji CoCo podlega pod prawo nowojorskie.

Co ciekawe mało istotnym statystycznie okazał się regresor „*distance to trigger*”. Można to wyjaśnić wysokim poziomem skapitalizowania banków EOG, który powoduje, że ryzyko wystąpienia kontraktowego zdarzenia inicjującego nie jest brane pod uwagę²⁷⁵ i istotniejszy jest *PONV trigger*²⁷⁶. Z tego względu też nie dokonujemy w tym miejscu rozróżnienia na high-trigger i low-trigger CoCos.

Użyte w modelu regresory zależą od trzech parametrów: daty notowania, banku emitenta i serii obligacji. Pozwala to podzielić zbiór regresorów na cztery grupy:

Regresory X_4 („poduszka MDA”) i X_5 (*leverage ratio*) zależą tylko od banku;

X_1 („wzrost kuponu”), X_{11} („GBP”) i X_{12} („prawo nowojorskie”) zależą od serii obligacji;

Indykatory X_8 , X_9 i X_{10} zależą tylko od daty notowania;

Natomiast X_2 („rating”), X_3 („iloczyn kuponu i spreadu CDS”), X_6 („czas do First Call”) i X_7 („kwadrat czasu do First Call”) zależą zarówno od serii obligacji jak i daty notowania.

Warto zauważyć, że jedynym regresorem zależącym od „fluktuacji” rynkowych jest X_3 , który zależy od notowań *spreadów* indeksu CDS na instrumenty Tier 2.

3.3.2. Rezultaty: Model #1

Zmienna objaśniana Y: Spread to Tier 2;

Jednostka: bp;

Średnia: 173,97;

²⁷³ Por. art. 429 ust.2 i 3 CRR

²⁷⁴ Por. Rozdział II.3.2.5.3.

²⁷⁵ Por. Rozdział I.2.3.5.

²⁷⁶ Por. Rozdział II.6.

Odchylenie standardowe: 54,45.

W tabeli 6 podane są średnie i odchylenia standardowe regresorów i wyestymowane, metodą najmniejszych kwadratów, parametry strukturalne, ich błąd standardowy, t-ratio i p-value.

Tabela 5. Regresory i parametry strukturalne

i	Regresor				Parametr strukturalny			
	Nazwa	jednostka	średnia	odch. st.	b	sd b	t-ratio	p-value
1	First reset spread	bp	523,2	128,2	-0,15	0,02	7,06	9,25E-12
2	Ratings	pkt	1,30	1,28	28,11	2,21	12,71	1,56E-30
3	Cpn*T2 CDS	bp	6,87	4,12	-4,32	1,06	4,09	5,37E-05
4	CET1 cushion above MDA restrictions	pp	5,62	2,49	-2,73	0,82	3,33	9,74E-04
5	Leverage ratio	pp	5,39	0,98	-6,84	2,11	3,24	1,30E-03
6	FirstCall -T0	rok	4,53	2,47	35,04	3,45	10,17	2,23E-21
7	(FirstCall -T0)^2	rok^2	26,56	26,62	-2,58	0,28	9,37	1,09E-18
8	Date, 13.03.2018	1	0,32	0,47	198,47	18,22	10,89	6,75E-24
9	Date, 19.04.2018	1	0,33	0,47	210,73	17,90	11,77	4,72E-27
10	Date, 05.04.2018	1	0,34	0,48	220,15	17,63	12,48	1,09E-29
11	Crcny, GBP	1	0,10	0,30	24,64	6,89	3,58	3,98E-04
12	Law, New York	1	0,23	0,42	-19,83	4,80	4,13	4,54E-05

Źródło: opracowanie własne.

3.3.3. Ocena modelu #1

Średni błąd kwadratowy: 1227;

Estymator odchylenia standardowego składnika losowego: 35,6;

Współczynnik korelacji zmiennej modelowej

$$\hat{Y} = \sum_{i=1}^{12} \hat{b}_i X_i$$

i zmiennej objaśnianej Y: 0,765;

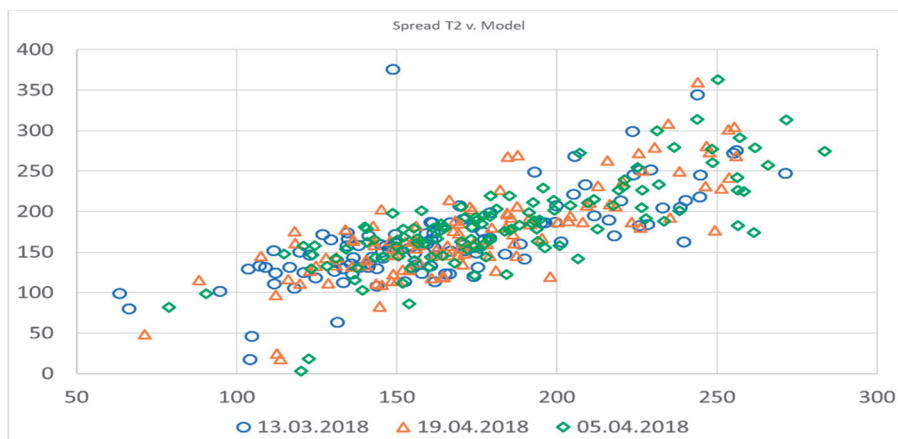
Współczynnik dopasowania, R^2 : 0,585.

Znaki parametrów strukturalnych są zgodne z wiedzą ekonomiczną o modelowanym zjawisku. Czynniki zmniejszające różnicę między „Z-spreadem” obligacji CoCo, a „spreadem” indeksu CDS na instrumenty Tier 2 to, po pierwsze czynniki oceniające „stan” banku – wysoki rating (czyli niska punktacja X_2), duża poduszka MDI (X_4) i duża dźwignia „leverage ratio” (X_5), ponadto duży wzrost kuponu przy pierwszym przeszacowaniu, jeżeli emitent nie wykona opcji *call* (zmniejsza ryzyko „non-call”) (X_1) i podleganie emisji pod prawo nowojorskie (korzystne dla posiadacza obligacji) (X_{12}). Wyestymowane parametry strukturalne odpowiadające zmiennym X_4 , X_5 , X_1 i X_{12} są ujemne, a parametr odpowiadający zmiennej X_2 dodatni. Natomiast denominowanie obligacji w GBP (X_{11}) zwiększa różnicę między spreadami. Parametr strukturalny jest dodatni. Być może wynika to z niepewności

inwestorów wynikającej ze zbliżającego się „Brexitu” Warto zauważyć również, że zależność od czasu do „first call” jest nieliniowa.

Na wykresie punktowym 14 przedstawiamy zgodność empirycznej zmiennej objaśnianej (oś pionowa) i zmiennej modelowej (oś pozioma) dla notowań z 13.03, 05.04 i 19.04.2018.

Rysunek 14. Zgodność empirycznej zmiennej objaśnianej (oś pionowa) i zmiennej modelowej (oś pozioma) dla notowań z 13.03, 05.04 i 19.04.2018



Źródło: opracowanie własne.

3.4. Model #2

3.4.1. Dane do modelu

W drugim modelu zmienna objaśniana Y jest ilorazem różnicy („Z-spreadu”) między rentownością obligacji CoCo, liczoną na *first call day*, a rentownością obligacji skarbowych i „spreadu” indeksu CDS na instrumenty Tier 2 wyemitowane przez ten sam bank, denominowane w tej samej walucie i zapadającego w zbliżonym terminie *co first call day* obligacji CoCo. Zgodnie z metodą intensywnościowo-martynałową przedstawioną w sekcji 1 spread indeksu CDS na instrumenty Tier 2 jest proporcjonalny do intensywności prawdopodobieństwa defaultu w mierze martynałowej – λ . Natomiast Z-spread obligacji CoCo zależy od trzech nieobserwowalnych czynników ryzyka:

- intensywności prawdopodobieństwa defaultu (restrukturyzacji banku) w mierze martynałowej – λ ;
- intensywności prawdopodobieństwa niewypłacenia odsetek (*deferral*) też w mierze martynałowej;
- prawdopodobieństwa w mierze martynałowej niewykupienia obligacji CoCo w pierwszym terminie (nie wykonania opcji *call*).

Konstrukcja modelu opiera się na hipotezie, że przez wybór odpowiednich zmiennych objaśniających możemy zredukować wpływ drugiego i trzeciego czynnika ryzyka na Z-spread, tak aby był on w przybliżeniu proporcjonalny do pierwszego czynnika – λ . Zatem dzieląc przez spread indeksu CDS możemy wyeliminować również czynnik λ . Bardzo dobre dopasowanie modelu #2 potwierdza powyższą hipotezę.

Po eliminacji mniej istotnych (statystycznie) regresorów pozostało ich w modelu 11. Minimalna wartość współczynnika t-ratio (statystyki t-Studenta) wynosi 2,13.

X_1 – liczba punktów bazowych (bp), o które wzrasta kupon przy pierwszym przeszacowaniu;
 X_2 – iloraz liczby punktów bazowych (bp), o które wzrasta kupon przy pierwszym przeszacowaniu i „spreadu” indeksu CDS na instrumenty Tier 2 wyemitowane przez ten sam bank i zapadającego w zbliżonym terminie co *first call day* obligacji CoCo.

X_3 – iloraz średniego ratingu emisji na podstawie ratingów nadanych przez agencje Moody's, S&P i Fitch oraz „spreadu” indeksu CDS na instrumenty Tier 2 wyemitowane przez ten sam bank i zapadającego w zbliżonym terminie co *first call day* obligacji CoCo.

X_4 – kuponu obligacji CoCo.

X_5 – iloraz czasu w latach do *first call day* oraz spreadu” indeksu CDS na instrumenty Tier 2 wyemitowane przez ten sam bank i zapadającego w zbliżonym terminie co *first call day* obligacji CoCo.

X_6 – iloraz kwadratu czasu w latach do *first call day* oraz spreadu indeksu CDS na instrumenty Tier 2 wyemitowane przez ten sam bank i zapadającego w zbliżonym terminie co *first call day* obligacji CoCo.

X_7 – iloraz nadwyżki procentowej indeksu CET1 banku (emitenta obligacji CoCo) nad wymogiem MDA oraz spreadu indeksu CDS na instrumenty Tier 2 wyemitowane przez ten sam bank i zapadającego w zbliżonym terminie co *first call day* obligacji CoCo.

X_8 – iloraz *leverage ratio* banku oraz spreadu indeksu CDS na instrumenty Tier 2 wyemitowane przez ten sam bank i zapadającego w zbliżonym terminie co *first call day* obligacji CoCo.

X_9 – iloraz zmiennej zero jedynekowej, przyjmującej wartość 1, gdy obligacja CoCo jest denominowana w GBP oraz spreadu indeksu CDS na instrumenty Tier 2 wyemitowane przez ten sam bank i zapadającego w zbliżonym terminie co *first call day* obligacji CoCo.

X_{10} – iloraz zmiennej zero jedynekowej, przyjmującej wartość 1, gdy emisja obligacji CoCo podlega pod prawo nowojorskie oraz spreadu indeksu CDS na instrumenty Tier 2 wyemitowane przez ten sam bank i zapadającego w zbliżonym terminie co *first call day* obligacji CoCo.

X_{11} – zmienna zero jedynkowa, przyjmujące wartość 1, gdy obligacja CoCo jest denominowana w GBP.

Wymienione regresory można pogrupować w następujący sposób.

Regresory X_1 („wzrost kuponu”), X_4 („kupon”) i X_{11} („GBP”) zależą tylko od serii obligacji; X_7 („iloraz poduszki MDA i spreadu CDS”) i X_8 („iloraz ‘leverage ratio’ i spreadu CDS”) zależą od daty notowania i od banku;

X_2 („iloraz wzrostu kuponu i spreadu CDS”), X_3 („iloraz ratingu i spreadu CDS”), X_5 („iloraz czasu do First Call i spreadu CDS”) i X_6 („iloraz kwadrat czasu do First Call i spreadu CDS”) X_9 („iloraz ‘GBP’ i spreadu CDS”) i X_{10} („iloraz ‘prawo nowojorskie’ i spreadu CDS”) zależą zarówno od serii obligacji, jak i daty notowania.

3.4.2. Rezultaty

Zmienna objaśniana Y: Multiple of Tier 2;

Jednostka: 1;

Średnia: 3,17;

Odchylenie standardowe: 1,218.

Tabela 6. Regresory i parametry strukturalne, drugi model

i	Regresor				Parametr strukturalny			
	Nazwa	jednostka	średnia	odch. st.	b	sd b	t-ratio	p-value
1	First reset spread	bp	523,17	128,23	0,00195	0,0005	3,76	1,97E-04
2	First reset spread/T2 CDS	1	7,0767	4,8519	-0,327	0,032	10,1	2,55E-21
3	Ratings/T2 CDS	pkt/bp	0,1532	0,0936	21,812	1,717	12,7	1,67E-30
4	Coupon	pp	6,63	1,05	-0,109	0,043	2,54	1,15E-02
5	FirstCall-T0)/T2 CDS	rok/bp	0,0464	0,0172	32,654	3,199	10,2	1,64E-21
6	(FirstCall-T0)^2/T2 CDS	rok^2/bp	0,2263	0,1713	-2,553	0,374	6,82	4,08E-11
7	CET1 cushion above MDA restrictions %/T2 CDS	1	7,9457	6,8787	-0,0143	0,0064	2,23	2,67E-02
8	Leverage ratio/T2 CDS	1	7,3074	4,7325	0,0675	0,0205	3,29	1,10E-03
9	Crncy, GBP/T2 CDS	1/bp	0,0011	0,0043	-24,037	11,263	2,13	3,36E-02
10	Law New York/T2 CDS	1/bp	0,0030	0,0066	-12,156	4,550	2,67	7,92E-03
11	Crncy, GBP	1	0,1026	0,3038	0,487	0,160	3,04	2,55E-03
	wyraz wolny	1			0,539	0,339	1,59	1,13E-01

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 6 podane są średnie i odchylenia standardowe regresorów i wyestymowane, metodą najmniejszych kwadratów, parametry strukturalne, ich błąd standardowy, t-ratio i p-value.

3.4.3. Ocena modelu

Średni błąd kwadratowy: 0,268;

Estymator odchylenia standardowego składnika losowego: 0,527;

Współczynnik korelacji zmiennej modelowej

$$\hat{Y} = \sum_{i=1}^{11} \hat{b}_i X_i + \hat{b}_{12}$$

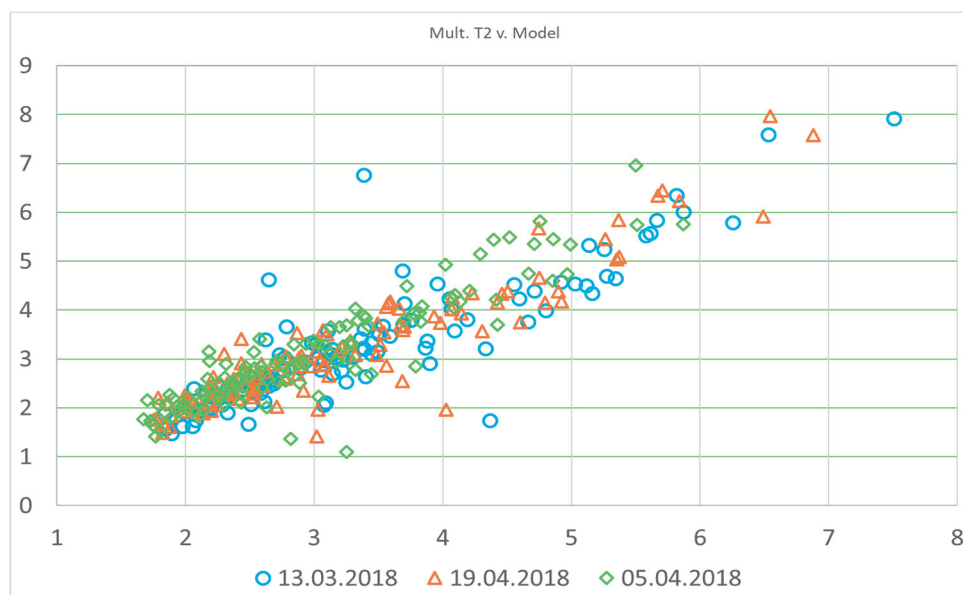
i zmiennej objaśnianej Y: 0,905;

Współczynnik dopasowania, R^2 : 0,819.

Wyjątkowo duże dopasowanie zmiennej modelowej do zmiennej objaśnianej potwierdza naszą hipotezę, że oba spready są zależne do tego samego czynnika ryzyka – intensywności prawdopodobieństwa wszczęcia procesu *resolution* banku. Wzięcie ilorazu w znacznym stopniu „eliminuje” ten czynnik ryzyka. Warto również zauważyć, że zmienne, które nie wpływają na instrumenty Tier 2, a zatem i na indeksowy CDS, takie jak wielkość kuponu, ewentualny wzrost kuponu i podleganie emisji pod prawo nowojorskie, pełnią podobną rolę w obu modelach. Duże wartości zbudowanych na ich podstawie regresorów (odpowiednio X_1, X_3 i X_{12} w pierwszym oraz X_2, X_4 i X_{10} w drugim modelu) zmniejszają różnicę i iloraz spreadów.

Na wykresie punktowym (rysunek 15) przedstawiamy zgodność empirycznej zmiennej objaśnianej (oś pionowa) i zmiennej modelowej (oś pozioma) dla notowań z 13.03, 05.04 i 19.04.2018.

Rysunek 15. Zgodność empirycznej zmiennej objaśnianej (oś pionowa) i zmiennej modelowej (oś pozioma) dla notowań z 13.03, 05.04 i 19.04.2018



Źródło: opracowanie własne.

4. Podsumowanie

Wycena CoCos jest zadaniem trudnym. Są to bardzo skomplikowane papiery wartościowe, bo zawierają jednocześnie klauzule przedterminowego wykupu, zaprzestania wypłaty odsetek, podwójnego podporządkowania, zmiany sposobu naliczania odsetek, czy wreszcie przymusową zamianę lub odpis nominału. Konwersja CoCos na akcje wyzwalana jest poprzez zmianę wskaźników regulacyjnych emitenta – zjawiska trudnego do modelowania jako procesu stochastycznego przy wykorzystaniu stosowanych w matematyce finansowej technik pozwalających na określenie rynkowych miar wyceniających.

Modele wyceny AT1 CoCos można podzielić na rynkowe i strukturalne. Nie poprzestajemy na tym i proponujemy podejście strukturalne stanowiące rozwinięcie modelu strukturalnego De Spiegeleera&Schoutensa (2017). Udało nam się wyodrębnić kilkanaście charakterystycznych dla CoCos wskaźników będących dobrymi miarami ryzyka CoCos. Wyniki analizy potwierdzają, że mało istotnym statystycznie okazał się regresor „*distance to trigger*”. Można to wyjaśnić wysokim poziomem skapitalizowania banków EOG, który powoduje, że ryzyko wystąpienia kontraktowego zdarzenia inicjującego nie jest brane pod uwagę i istotniejszy jest PONV *trigger*. Z tego względu też nie dokonujemy rozróżnienia na *high-trigger* i *low-trigger* CoCos z punktu widzenia wpływu na poziom spreadu. Istotne dla inwestorów są natomiast parametry związane z ryzykiem niezapłacenia kuponu z papierów CoCos oraz ryzyko niewykupienia tych papierów przez emitentów w pierwszej dacie *call*.

Zakończenie

Nadmierny stopień lewarowania się przez największe instytucje finansowe leży u podłoża ostatniego kryzysu finansowego, dlatego obecne zmiany regulacyjne mają doprowadzić do tego, aby banki były bardziej dokapitalizowane i przez to odporniejsze na straty, oraz aby ciężar rekapitalizacji banku ponosili w większym stopniu akcjonariusze i obligatariusze (*bail-in*). Instrumenty finansowe emitowane w reżimie Basel II zawiodły w funkcji środka absorpcji strat banków. Uniknięcie podobnej zawodności w przyszłości stało się fundamentem założenia o konieczności poprawy nie tylko ilości zgromadzonego przez banki kapitału, ale także jego jakości. Ostateczny kształt przyjęty przez hybrydowe instrumenty finansowe w reżimie Basel III należy uznać za kompromis pomiędzy wzmocnieniem jakości kapitału banków (tzn. jego zdolnością absorpcji strat), a możliwościami banków w zakresie zgromadzenia takiego kapitału na rynku finansowym. Okazuje się równocześnie, że istotne znaczenie miała też podatkowa klasyfikacja nowych instrumentów. Niepewność podatkowa skutecznie bowiem wstrzymywała emitentów przed emisją instrumentów AT1.

Obowiązujące od 1 stycznia 2014 roku rozporządzenie CRR nakazuje instytucjom finansowym przede wszystkim zwiększenie kapitału najwyższej jakości (CET1), w skrajnym przypadku – aż do wartości 14,5% RWA. Wartość ta może podlegać dalszemu podwyższeniu ze względu na wymogi i wytyczne filara 2 (P2R i P2G). Tym samym to kapitał CET1 pozostaje podstawowym instrumentem absorpcji strat. Hybrydowym instrumentom finansowym przypisuje się mniejsze znaczenie niż pierwotnie zakładano, choć określone w przepisie art. 92 CRR wartości należy przyjmować raczej za minimalny a nie maksymalny potencjał emisji instrumentów AT1 i T2. Tym samym realizowane jest dwojakie podejście do zagadnienia adekwatności kapitałowej banku, zdefiniowane w tzw. Raporcie Lorda Turnera z 2009 roku w postaci narzędzi absorpcji strat przed upadłością instytucji (*‘going concern loss absorption’* lub *‘going concern capital’*) oraz narzędzi absorpcji strat instytucji w stanie upadłości (*‘gone concern loss absorption’* lub *‘gone concern capital’*).

Nawiązując do powyższej terminologii, instrumenty CET1 i AT1 należy określić jako narzędzia absorpcji strat *ex ante*. Możliwość – a w określonych sytuacjach nakaz – wstrzymania wypłaty dywidendy lub kuponu inwestorom pomaga utrzymać stabilność finansową danego banku. Podobny charakter ma wieczysty charakter tych instrumentów: groźba upadłości banku nie może wynikać z trudności z refinansowaniem (tzw. „rolowaniem”) długu o zbliżającym się terminie zapadalności. Szczególne *novum* w postaci

przymusowej konwersji (lub umorzenia) instrumentów AT1, również ma na celu oddalenie zagrożenia upadłością banku, mierzonego współczynnikiem kapitałowym.

Instrumenty Tier 2 stanowią natomiast narzędzie absorpcji strat *ex post*: ich podstawowym celem jest ochrona posiadaczy długu senioralnego i deponentów. Najważniejszym atrybutem instrumentów Tier 2 jest zatem ich podporządkowany status w postępowaniu upadłościowym. Wymogi w zakresie minimalnego terminu zapadalności mają taki sam cel, jak w przypadku instrumentów AT1, aczkolwiek ich praktyczne znaczenie wydaje się mniejsze.

Podstawową właściwością AT1 CoCos, stanowiącą jednocześnie o ich *novum*, jest przymusowa zamiana na składniki kapitału CET1 lub umorzenie w wyniku zajścia tzw. zdarzenia inicjującego. Zdecydowano się oprzeć zdarzenie inicjujące na poziomie wskaźnika wypłacalności CET1 a nie rynkowych cenach akcji z uwagi na możliwość manipulacji kursem akcji, wpływu płynności rynku na ich cenę i fakt, że większość banków w Europie nie jest notowana na giełdach. Z uwagi na wysoką kapitalizację banków europejskich z jednej strony, i coraz ostrzejsze wymogi kapitałowe z drugiej, ryzyko zajścia zdarzenia inicjującego jest znikome. Jest tak również dlatego, że (przynajmniej jak dotąd) emitentami AT1 CoCos są prawie wyłącznie największe banki europejskie, krajowi „czempioni”. Wysokim poziomom *distance to trigger* nie zagrażają zwiększone wymogi kapitałowe związane z wprowadzeniem standardu IFRS 9 czy w przyszłości związane z „Basel IV”. Również europejskie stress-testy przeprowadzone w latach 2016 i 2018 nie przewidują nawet w najgorszym scenariuszu przekroczenia przez banki objęte testem bariery uruchamiającej zdarzenie inicjujące przymusowe umorzenie/zamianę.

Drugim, obok przymusowego umorzenia/zamiany nowym elementem odróżniającym instrumenty hybrydowe Basel II od Basel III jest możliwość dowolnego lub wymuszonego (po przekroczeniu odpowiednich parametrów) anulowania płatności odsetkowych przez emitenta.

To ryzyko jest bardzo istotne dla nabywców CoCos. Pogłoski o niskim poziomie ADI Deutsche Banku w styczniu/lutym 2016 roku (które zresztą ostatecznie się nie potwierdziły i w kwietniu 2016 roku niemiecki bank dokonał pełnej wypłaty kuponu) wystarczyły do rozchwiania całym młodym i wartym wówczas ok 91 mld EUR rynkiem AT1 CoCos. Jak pokazano w niniejszym opracowaniu, dążenie banków do spełnienia oczekiwań rynku i obsługa kuponów od wyemitowanych przez siebie AT1 CoCos, tak jak byłyby to instrumenty *fixed income*, stanowi wypaczenie kapitałowego charakteru tych instrumentów, gdzie *coupon cancellation* bynajmniej nie stanowi niewykonania zobowiązań umownych

emitenta. To spostrzeżenie nabiera tym bardziej istotności, jeśli zważyć znaczenie, jakie pod wpływem doświadczeń kryzysu finansowego lat 2008–2009, organy nadzoru przypisały absorpcji strat poprzez obligatoryjne wstrzymanie wypłaty kuponu posiadaczom hybrydowych instrumentów finansowych. Z uwagi na to, i niewielki udział AT1 w sumie bilansowej banku, należy rozważyć zarzucenie wymogu posiadania przez instrumenty AT1 właściwości *non-cumulative coupon deferral*, która wpływa na wzrost spreadu i *volatility* stóp zwrotu instrumentów, które same w sobie powinny zwiększać przecież stabilność. Restrykcyjność mechanizmu anulowania płatności kuponowych miała znacznie większe uzasadnienie w świetle pierwotnej propozycji BCBS, według której CoCos mogły służyć wypełnieniu buforów kapitałowych, a więc stanowić nawet 13% RWA.

Na podobnej podstawie można również krytykować nadmierne, jak się wydaje, oczekiwanie rynku co do wykupu przez banki wyemitowanych przez siebie instrumentów w dacie *first call*. Przejawia się to chociażby w liczeniu rentowności instrumentów do daty przedterminowego wykupu (YTC). Można mieć obawy, czy uczestnicy rynku w dostatecznym stopniu biorą pod uwagę wymóg uzyskania zgody organu nadzoru na wykup CoCos i kwestie uwarunkowań ekonomicznych, takich jak poziom stóp procentowych w dacie podjęcia decyzji o umorzeniu czy też kwestii spadku kursu funta szterlinga w wyniku Brexitu, co może odstręczyć banki brytyjskie, znaczących emitentów AT1 CoCos, do dokonania przedterminowego wykupu. Pozbycie się przez emitentów „kosztownych” klauzul ma miejsce w przypadku istniejących na rynku Tier 2 CoCos. Funkcjonowanie takich papierów na rynku stanowi dodatkową zachętę do pójścia w tym kierunku, jeżeli chodzi o kształtowanie przyszłych wymogów regulacyjnych dotyczących tej klasy instrumentów.

Gwałtowne załamanie cen CoCos wszystkich emitentów w lutym 2016 roku było ograniczone do rynku CoCos i nie rozlało się na inne segmenty rynku finansowego. Ryzyko „zarażania się” w obrębie sektora bankowego ogranicza wprowadzony przez CRR mechanizm odliczeń. Jednak w chwili obecnej żaden organ nie monitoruje czy banki nie kupują CoCos pośrednio, np. przez spółki zagraniczne. Nadzorcy powinni zdecydowanie w większym stopniu analizować rynek nabywców tych ryzykownych papierów.

Jednak pierwszym i jedynym – jak dotąd – prawdziwym testem dla młodego, gdyż istniejącego zaledwie od 2013 roku, rynku AT1 CoCos były nie zawirowania na początku 2016 roku, spowodowane obawami o możliwość zapłaty kuponów CoCos Deutsche Banku, ale przymusowe umorzenie instrumentów AT1 Banco Popular, dokonane 7 czerwca 2017 roku w ramach procesu *resolution*. Przypadek Banco Popular uważa się za udany przykład zastosowania *resolution*, gdyż utrzymano funkcje krytyczne banku o znaczeniu systemowym

dla hiszpańskiego systemu finansowego, unikając zaangażowania środków publicznych. Reakcja rynku na przymusowe umorzenie instrumentów CoCos okazała się mniej gwałtowna niż można byłoby się spodziewać, zwłaszcza mając w pamięci spadek cen na tym rynku ze znacznie bardziej błahego powodu, niespełna półtora roku wcześniej. Okoliczność ta świadczy o dojrzewaniu rynku CoCos.

Przy tym należy mieć na uwadze, że jak dotąd tak naprawdę nie doszło do zastosowania mechanizmu *bail-in sensu stricte*, a więc umorzenia (lub konwersji) nie tylko instrumentów kapitałowych, lecz również pozostałych zobowiązań banku. Umorzenie samych tylko instrumentów kapitałowych przynosiło zagrożonej upadłości instytucji stosunkowo niewielkie korzyści i konieczne było zapewnienie dodatkowego źródła finansowania *resolution*. W przypadku Banco Popular źródłem tym była emisja kapitału przez instytucję przejmującą jego aktywa (Banco Santander) o wartości 7 mld EUR, dzięki której przejście zobowiązań banku nie miało negatywnego wpływu na współczynnik kapitałowy Banco Santander.

Widać zatem wyraźnie istnienie pewnej luki w wachlarzu instrumentów finansowych emitowanych przez banki. Z jednej strony, instrumenty hybrydowe, będące stosunkowo drogim źródłem finansowania, mogą pokrywać zaledwie 3,5% RWA. Z drugiej zaś strony, dług *senior* będący tańszym i powszechnym źródłem finansowania, jest postrzegany jako inwestycja bardzo bezpieczna. Wyrażane są zatem obawy, że praktyczne zastosowanie mechanizmu *bail-in* wobec takich obligacji podważyłoby zaufanie do tej najbardziej rozpowszechnionej klasy długu, co mogłoby generalnie podwyższyć koszty finansowania znacznej części sektora bankowego. Pokrycia tej luki nie zapewnia również SRF, gdyż zgromadzi środki o wartości 1% aktywów sektora bankowego dopiero do 2023 roku.

W praktyce luka ta ma bardzo poważne skutki, gdyż ostatecznie pomoc publiczna okazuje się niezbędnym źródłem finansowania *resolution*. Z tych względów wprowadzono nową klasę zobowiązań *bail-in*, zdolną pochłaniać straty w razie wszczęcia *resolution*, tzw. *senior non-preferred*.

Kluczowym zagadnieniem z punktu widzenia oceny szeroko pojętego mechanizmu *bail-in* w reżimie CRR i BRRD jest określenie i sparametryzowanie zdarzeń inicjujących przymusową zamianę instrumentu na bardziej podporządkowany lub odpis wartości nominalnej. Model *bail-in* stanowi bowiem odpowiedź na mankamenty mechanizmu absorpcji strat w porządku Basel II, dlatego nie można poprzestać na ocenie jego zasadniczych założeń, bo one w sposób wyraźny wprowadzają to, czego zabrakło w Basel II, mianowicie współuczestnictwo wierzycieli (obligatariuszy) w stratach banku poprzez

ograniczenia MDA i ADI oraz nade wszystko – *contingent conversion* i *write-down*. Stąd istotnym jest dokładne przyjrzenie się samej procedurze absorpcji strat na mającej zapobiec likwidacji banku, na zasadzie *going-concern* i w procesie *resolution*. Osobną uwagę natomiast należy poświęcić kwestii ustalenia odpowiednich parametrów zdarzeń inicjujących (*trigger*) opisane wcześniej mechanizmy *bail-in*. Konsekwencją przekroczenia poprzeczki PONV daleko przed osiągnięciem kontraktowego poziomu współczynnika wypłacalności stanowi to, że wówczas zarówno instrumenty AT1, jak i Tier 2 będą podlegać absorpcji strat. Zatem w efekcie działania organu *resolution* papiery Tier 2 stają się w istocie obligacjami CoCo ze zdarzeniem inicjującym przymusowe umorzenie lub zamianę na składnik kapitału CET1 na poziomie PONV *trigger*. W takim układzie należy rozważyć kontraktowe wyposażenie instrumentów Tier 2 i długu *sub-senior* w mechanizmy przymusowej konwersji – przy czym poziomy *trigger* musiałyby zostać określone odpowiednio poniżej obserwowanego PONV. Takie działanie pozwoliłoby zautomatyzować absorpcję strat w sytuacji kryzysowej, przy równoczesnym zachowaniu hierarchii absorpcji strat.

Obok, albo razem z powyższymi działaniami, należy rozważyć reformę instrumentów AT1 poprzez urealnienie minimalnej wysokości kontraktowego *trigger* (podwyższenie w okolice obserwowanego PONV) oraz rezygnację z nieskutecznego i drogiego mechanizmu przymusowego wstrzymania wypłaty kuponu, powodującego większą zmienność cen instrumentów AT1 niż zmiany wartości współczynników kapitałowych banków. Zwiększenie ryzyka wystąpienia kontraktowego zdarzenia inicjującego zrekompensowane byłoby zmniejszeniem kosztów finansowania instrumentami AT1 o *spread* z tytułu ryzyka anulowania wypłaty kuponu. W obecnej sytuacji, beneficjentami transferu zysków stają się posiadacze instrumentów AT1. Są to w dużej mierze fundusze hedgingowe, które wykorzystują tendencję banków do unikania nakazu wstrzymania wypłaty kuponu z tytułu instrumentów AT1.

Osobne wyzwanie stanowi wycena CoCos. Są to bardzo skomplikowane papiery wartościowe, bo zawierają jednocześnie klauzule przedterminowego wykupu, zaprzestania wypłaty odsetek, podwójnego podporządkowania, zmiany sposobu naliczania odsetek, czy wreszcie przymusową zamianę lub odpis nominalu. Konwersja CoCos na akcje wyzwana jest poprzez zmianę wskaźników regulacyjnych emitenta – zjawiska trudnego do modelowania jako procesu stochastycznego przy wykorzystaniu stosowanych w matematyce finansowej technik pozwalających na określenie rynkowych miar wyceniających.

Naszym wkładem w analizę przedmiotu jest systematyka modeli wyceny CoCos. Modele wyceny AT1 CoCos można podzielić na rynkowe i strukturalne. Nie poprzestajemy na tym

i proponujemy podejście strukturalne stanowiące uzupełnienie modelu strukturalnego De Spiegeleera–Schoutensa, Udało nam się wyodrębnić kilkanaście charakterystycznych dla CoCos wskaźników będących dobrymi miarami ryzyka CoCos. Wyniki analizy potwierdzają, że mało istotnym statystycznie okazał się regresor „*distance to trigger*”. Można to wyjaśnić wysokim poziomem skapitalizowania banków EOG, który powoduje, że ryzyko wystąpienia kontraktowego zdarzenia inicjującego nie jest brane pod uwagę i istotniejszy jest *PONV trigger*. Z tego względu też nie dokonujemy rozróżnienia na *high-trigger* i *low-trigger* CoCos z punktu widzenia wpływu na poziom spreadu.

Bibliografia

- Adamson S. i in., *Banco Popular: Resolution, Santander, AT1 Loss*, CreditSights, 7 lipca 2017.
- Adamson S. i in., *European Banks: Refining MREL Estimates*, CreditSights, 2 maja 2018.
- Adamson S. i in., *French Bank Non-Preferred Senior: Risks & Rewards*, CreditSights, 22 marca 2017.
- Adamson S., Raymond J., *European Banks: CoCos and the New Capital Curve*, CreditSights, 3 października 2013.
- Addressing "Too Big To Fail": the Swiss FIFA Policy*, Swiss Financial Markets Authority, 23 czerwca 2011.
- Adler B., *A Theory of Corporate Insolvency*, „New York University Law Review” 1997, no. 72.
- Adler B., *Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*, „Stanford Law Review” 1993, no. 45
- Anat A., De Marzo P., Helwig M., Piederer P., *Fallacies, Irrelevant Facts and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive*, Stanford University Working Paper no. 2065, 22 października 2013.
- Available Distributable Items and Interest Payments Deutsche Bank AG*, Deutsche Bank, https://www.db.com/ir/en/download/Deutsche_Bank_AG_ADI_2017.pdf (data dostępu: 30.09.2018).
- Avdjiev S., Kartasheva A., Bogdanova B., *CoCos: A Primer (BIS Primer)*, wrzesień 2013.
- Basel III Monitoring Report, Results of the Cumulative Quantitative Impact Study*, Bank for International Settlements, The Basel Committee on Banking Supervision, grudzień 2017.
- Berg T., Kaserer C., *Does contingent capital induce excessive risk-taking?*, „Journal of Finance Intermediation” 2014.
- Berger B., Hüttl P., Merler S., *Total Assets Versus Risk Weighted Assets: Does It Matter for MREL?* „Bruegel Policy Contribution” 2016, no. 12.
- Black F., Cox J., *Some effects of bond indenture provisions*, „Journal of Finance” 1976, no. 31, s. 351–367.
- Blake J., Dörr N., Gehler R., Hoarau V., Huber J., Lechner F., Liller M., Sauerschell S., Summan A., Winkler B., *Hybrids Made in Germany*, „Bank+Insurance Hybrid Capital”, no. 3, maj–czerwiec 2014.
- Bluhm C., Overbeck L., Wagner C., *An introduction to credit risk modeling*, Chapman & Hall/CRC, London 2003.
- Blundell-Wignall A., Atkinson P., Roulet C., *Bank business models and the Basel system: Complexity and interconnectedness*, „OECD Journal: Financial Market Trends” 2014, vol. 2.
- Bolton P., Samama F., *Capital access bonds: Contingent capital with an option to convert*, „Economic Policy”, kwiecień 2012.
- Borrowed Time*, „The Economist”, 18 lutego 2016.
- Bradley M., Rosenzweig M., *The Untenable Case for Chapter 11*, „Yale Law Journal” 1992, no. 101.

- Buergi M.P.H., *Pricing contingent convertibles: A general framework for application in practice*, „Financial Markets and Portfolio Management” 2013, vol. 27(1).
- Busch D., Ferrarini G. (red.), *European Banking Union*, Oxford University Press, 2016.
- COBS 22.1 *Temporary restrictions on contingent convertible instruments [expired]*, COBS 22.2 *Restrictions on the retail distribution of mutual society shares*, COBS 22.3 *Restrictions on the retail distribution of contingent convertible instruments and CoCo funds*, Financial Conduct Authority, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/22/?view=chapter> (data dostępu: 30.09.2018).
- Coffee J.C. jr, *Systemic Risk after Dodd-Frank: Contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight*, „Columbia Law Review” 2011, vol. 111, no. 4.
- Commission authorises precautionary recapitalisation of Italian bank Monte dei Paschi di Siena*, European Commission, Statement 17/1905, Brussels, 4 lipca 2017.
- Commission communication on the return to viability and the assessment of restructuring measures in the financial sector in the current crisis under the State aid rules*, 2009/C 195/04, European Commission.
- Comprehensive strategy to address the lessons of the banking crisis announced by the Basel Committee*, Bank of International Settlements, 20 listopad 2008.
- Crouhy M., Galai D., *Are banks special?*, International Risk Management Conference, Luxembourg, czerwiec 2015.
- Cumulative Impact Assessment of the Basel Reform Package*, European Banking Authority, grudzień 2015.
- Davies P., *The Fall and Rise of Debt: Bank Capital Requirements after the Crisis*, Working Paper, maj 2015.
- Day N., *Dutch Enter New Era*, „Bank+Insurance Hybrid Capital”, no. 8, listopad–grudzień 2015.
- De Spiegeleer J., Höcht S., Marquet I., Schoutens W., *CoCo bonds and implied CET1 volatility*, „Quantitative Finance” 2017, vol. 17, no. 6, s. 813–824.
- De Spiegeleer J., Höcht S., Marquet I., Schoutens W., *The Impact of a New CoCo Issuance on the Price Performance of Outstanding CoCos*, w: *Innovations in Derivatives Markets: Ficed Income Modelling Valuation Adjustments, Risk Management and Regulation*, K. Glau, Z. Grbac, M. Scher, I.R. Zagst (red.), Springer International Publishing, 2016, s. 405–419.
- De Spiegeleer J., Schoutens W., *Pricing contingent convertibles: A derivatives approach*, „Journal of Derivatives” 2012, vol. 20, no. 2, s. 27–36.
- De Spiegeleer J., Schoutens W., van Hulle C., *The Handbook of Hybrid Securities. Convertible Bonds, CoCo Bonds and Bail-In*, Wiley Finance, 2014.
- DeAngelo H., Stulz R.M., *Liquid-Claim Production, Risk Management, and Bank Capital Structure: Why High Leverage is Optimal for Banks*, 17 października 2014, Charles A. Dice Center Working Paper no. 2013-8; Fisher College of Business Working Paper no. 2013-03-08; ECGI - Finance Working Paper no. 356.
- Deutsche Bank to launch buyback of its bonds*, „The Economist”, 12 lutego 2016.

-
- Discomforting brew*, „The Economist”, 18 lutego 2016.
- Draft guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP) and supervisory stress testing*, European Banking Authority, EBA/GL/2014/13, 20 września 2017.
- Duffie D., Singleton K.J., *Modeling term structure of defaultable bonds*, „Review of Financial Studies” 1999, no. 12, s. 687–720.
- Easterbrook F.H., Fischel D.R., *Limited Liability and the Corporation*, „University of Chicago Law Review” 1985, no. 89, s. 52.
- EBA updated Risk Dashboard shows significant improvements across EU banks but elevated NPLs are still the main challenge for their profitability*, European Banking Authority, 5 kwietnia 2018, <https://www.eba.europa.eu/-/eba-updated-risk-dashboard-shows-significant-improvements-across-eu-banks-but-elevated-npls-are-still-the-main-challenge-for-their-profitability> (data dostępu: 30.09.2018).
- Flannery M.J., Perotti E., *CoCo Design as a Risk Preventing Tool*, Vox, 9 lutego 2011.
- Hilscher J., Raviv A., *Bank stability and market discipline: The effect of contingent capital on risk taking and default probability*, „Journal of Corporate Finance” 2014, vol. 20.
- Hofmann H.C.H., Micheau C. (red.), *State Aid Law of the European Union*, Oxford University Press, 2016.
- How European banks are scaring away their investors*, „The Economist”, 11 lutego 2016.
- International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, The Basel Committee on Banking Supervision, Basel, lipiec 1988.
- International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A Revised Framework (Basel II)*, The Basel Committee on Banking Supervision, Basel 2004.
- Jarrow R., Turnbull S., *Pricing derivatives on financial securities subject to credit risk*, „Journal of Finance” 1995, no. 50, s. 53–86.
- Jaworski P., Liberadzki K., Liberadzki M., *Contagion and divergence on sovereign bond markets*, „Copernican Journal of Finance & Accounting” 2017, vol. 6(4).
- Jaworski P., Liberadzki K., Liberadzki M., *How does issuing contingent convertible bonds improve bank's solvency? A Value-at-Risk and Expected Shortfall approach*, „Economic Modelling”, vol. 60, styczeń 2017.
- Knepper L., *Euro HY Conference 2018: Additional Tier 1*, CreditSights, 17 czerwca 2018.
- Koenig E., *MREL: Stocktaking and the way forward*, 26.04.2018, <https://srb.europa.eu/en/node/545> (data dostępu: 30.09.2018).
- Kowalski A., *Przymusowa restrukturyzacja banku (resolution) w praktyce – przypadki Banco Popular Español, Monte dei Paschi di Siena oraz Banco Popolare di Vicenza i Veneto Banca*, „Monitor Prawniczy” 2018, nr 22, s. 1107–1116.
- Liang G., Giang L., *A modified structural model for credit risk*, „IMA Journal of Management Mathematics” 2012, no. 23, s. 147–170.

- Liberadzki K., Liberadzki M., *Hybrid securities. Structuring, Pricing and Risk Assessment*, Palgrave Macmillan UK, New York–Basingstoke 2016.
- Liberadzki M., Liberadzki K., *Konstrukcja, zasady emisji i wycena hybrydowych papierów wartościowych na eurorynku*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2016.
- Liberadzki M., *Облигации с высоким риском – предложения по структуризации сделок для Восточной Европы*, „Roczniki Ekonomii i Zarządzania”, t. 6(42), TN KUL, Lublin 2014.
- Longstaff F., Schwartz E., *A simple approach to valuing risky fixed and floating rate debt*, „Journal of Finance” 1995, no. 50, s. 789–819.
- Madan D.B., W. Schoutens, *Conic Coconuts: The pricing of contingent capital notes using conic finance*, „Mathematics and Financial Economics” 2011, vol. 4, no. 2, marzec, s. 87–106.
- Marquet I., *The Risk Management of Contingent Convertible (CoCo) Bonds*, KU Leuven, Arenberg Doctoral School, grudzień 2017.
- Martin L., Knepper L., *Bremer Landesbank: Cancelling AT1 Coupons*, CreditSights, 20 czerwca 2017.
- Merton R., *On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates*, „Journal of Finance” 1974, no. 28.
- Metodyka badania i oceny nadzorczej banków komercyjnych, zrzeszających oraz spółdzielczych*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, 28 marca 2018.
- Metodyka wyznaczania poziomu MREL*, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, 21 lipca 2017, <https://www.bfg.pl/2017/07/21/metodologia-wyznaczania-poziomu-mrel-dla-bankow-komercyjnych/> (data dostępu: 30.09.2018).
- Mini Bail-in bei der Bremer Landesbank? Zinszahlungen für Anleihen fallen aus*, Finanzmarktwelt, 21 czerwca 2017.
- Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities (MREL). SRB Policy for 2017 and Next Steps*, Single Resolution Board, 20.12.2017, s. 10–11, 14, https://srb.europa.eu/sites/srbsite/files/item_1_-_public_version_mrel_policy_-_annex_i_-_plenary_session.pdf (data dostępu: 30.09.2018).
- Monatsbericht*, „Jahrgang“, vol. 70, nr. 3, marzec 2018, Deutsche Bundesbank.
- MREL – SRB Policy for 2017 and Next Steps*, Single Resolution Board, 20 grudnia 2017.
- Opinion of the European Banking Authority on issues related to the departure of the United Kingdom from the European Union*, EBA/Op.2017/12, European Banking Authority, 12 października 2017.
- Panasar R., Boeckmann P. (red.), *European Securities Law*, Oxford University Press, Oxford 2010.
- Penacchi G., *A structural model of contingent bank capital*, Working Paper, University of Illinois, marzec 2011.
- Phan M., Marshall D., *DBS to redeem remaining Basel II 4,70% Prefs*, CreditSights.
- Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution*, Financial Stability Board, 9 listopada 2015.

Projekt ustawy o zmianie ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów i przymusowej restrukturyzacji oraz niektórych innych ustaw, Ministerstwo Finansów, nr UC 110, 17 września 2018.

Raymond J. i in., *Global Banks: Reaction to Basel III „End-game”*, CreditSights, 10 grudnia 2017.

Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, Bank for International Settlements, The Basel Committee on Banking Supervision, 2010.

Report on Results From the Second EBA Impact Assessment of IFRS 9, European Banking Authority, 13 lipca 2017.

Report on the Monitoring of Additional Tier 1 (AT1) instruments of European Union (EU) institutions – third update, European Banking Authority, 20 lipca 2018.

Risk Assessment of the European Banking System, European Banking Authority, listopad 2017.

Risk Assessment of the European Banking System, European Banking Authority, grudzień 2016.

Risk Dashboard. Data as of Q4 2017, European Banking Authority.

Roggi O., Giannozzi A., Mibelli L., *CoCo Bonds, Conversion Prices and risk shifting incentives. how does the conversion ratio affect management’s behaviour?*, „Financial Markets, Institutions & Instruments” 2013, New York University Salomon Center.

Schillig M., *Resolution and Insolvency of Banks and Financial Institutions*, Oxford University Press, 2016.

Single Rulebook Q&A, European Banking Authority, www.eba.europa.eu

Standardized Templates for Additional Tier 1 (AT1) Instruments – Final, European Banking Authority, 10 października 2016.

Statement on Agreement in Principle between Commissioner Vestager and Italian authorities on Monte dei Paschi di Siena (MPS), Statement 17/1502, European Commission, Brussels, 1 czerwca 2017.

Stiglitz J.E., *Principles of Financial Regulation: A Dynamic Portfolio Approach*, „World Bank Research Observer” 2001, vol. 16, issue 1.

Stigum M., Crescenzi A., *Stigum’s Money Market*, 4th ed., McGraw-Hill, 2007.

Szczepańska O., Dobrzańska A., Zdanowicz B., *Resolution czyli nowe podejście do banków zagrożonych upadłością*, Departament Stabilności Finansowej NBP, Warszawa 2015.

The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Financial Crisis, UK Financial Services Authority, marzec 2009.

Tophoven A., Becker T., Yoo C.-J., *CoCo-Bonds: Risiken für Privatanleger*, BaFin, 1.10.2014, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa_bj_1410_coco-bonds.html (data dostępu: 30.09.2018).

Trapnell M., *Debt offerings and programmes*, w: R. Panasar, P. Boeckmann (red.), *European Securities Law*, Oxford University Press, Oxford 2010.

Updated CET1 list-Q3 2018, European Banking Authority.

van Gelder G.C.F., Frankenberg S., *Netherlands – Tax Treatment of AT1 Capital*, „Derivatives & Financial Instruments”, 2015, vol. 17, no. 5.

Wilkens S., Bethke N., *Contingent convertible (CoCo) bonds: A first empirical assessment of selected pricing models*, „Financial Analyst Journal” 2014, vol. 70, marzec–kwiecień.

Wytyczne dotyczące interpretacji różnych okoliczności w których instytucja jest uznawana za będącą na progu upadłości lub zagrożona upadłością na mocy art. 32 ust. 6 dyrektywy 2014/59/EU, EBA/GL/2015/07, European Banking Authority, 6 sierpnia 2015.

Akty prawne

Akty prawa UE

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 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, zmieniającej dyrektywę 2002/87/WE i uchylającej dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE.

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.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE.

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

Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) nr 241/2014 z dnia 7 stycznia 2014 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących wymogów w zakresie funduszy własnych obowiązujących instytucje.

Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2016/98 z dnia 16 października 2015 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących określania ogólnych warunków funkcjonowania kolegiów organów nadzoru.

Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2016/778 z dnia 2 lutego 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE w odniesieniu do okoliczności i warunków, w jakich zapłata nadzwyczajnych składek *ex post* może zostać częściowo lub całkowicie odroczone, oraz w zakresie kryteriów służących określeniu działań, usług i operacji w odniesieniu do funkcji krytycznych oraz określeniu linii biznesowych wraz z powiązanymi usługami w odniesieniu do głównych linii biznesowych.

-
- Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2016/1075 z dnia 23 marca 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających treść planów naprawy, planów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz grupowych planów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, minimalne kryteria, które właściwy organ ma poddać ocenie w odniesieniu do planów naprawy i grupowych planów naprawy, warunki udzielenia wsparcia finansowego w ramach grupy, wymagania wobec niezależnych rzeczoznawców, umowne uznanie uprawnień do umorzenia i konwersji, procedury i treść wymogów dotyczących powiadomienia i obwieszczenia o zawieszeniu oraz sposób funkcjonowania kolegiów ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji.
- Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2016/1450 z dnia 23 maja 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających kryteria dotyczące metody ustalania wysokości minimalnego wymogu w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowanych.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru zmiany decyzji nr 716/2009/WE oraz uchylenia decyzji Komisji 2009/78/WE.
- 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, zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012.
- Rozporządzenie Wykonawcze Komisji (UE) nr 710/2014 z dnia 23 czerwca 2014 r. ustanawiającym wykonawcze standardy techniczne dotyczące warunków stosowania procedury wspólnej decyzji na temat wymogów ostrożnościowych dostosowanych do konkretnych instytucji zgodnie z dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE.
- Rozporządzenie Wykonawcze Komisji (UE) 2016/99 z dnia 16 października 2015 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne dotyczące ustalania zasad operacyjnego funkcjonowania kolegiów organów nadzoru zgodnie z dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE.

Akty prawa krajowego

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (j.t. DzU 2017, poz. 1876).

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (j.t. DzU 2018, poz. 483).

Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym (DzU 2015, poz. 1513).

Ustawa z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (DzU 2016, poz. 996).

Code monétaire et financier, dostępne na

<https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026>

Gesetz zur Anpassung des nationalen Bankenabwicklungsrechts an den Einheitlichen Abwicklungsmechanismus und die europäischen Vorgaben zur Bankenabgabe (AbwMechG), BGBl. I S. 1864, dostępne na https://www.umwelt-online.de/cgi-bin/parser/Drucksachen/drucknews.cgi?inhalt=1&id=regelwerk&text=0193_2D15B

Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dostępne na <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000033558528&categorieLien=id>,

Ordonnance n° 2015-1024 du 20 août 2015 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière financière, dostępne na <https://www.legifrance.gouv.fr/eli/ordonnance/2015/8/20/FCPT1509685R/jo/texte>

www.nbp.pl

