

*Kamil Liberadzki**,
*Marcin Liberadzki***

O KONIECZNOŚCI WPROWADZENIA W POLSKIM PRAWIE MOŻLIWOŚCI EMITOWANIA PRZEZ BANKI PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH TYPU *CONTINGENT CONVERTIBLE*¹

WSTĘP

Obecnie (kwiecień 2016 roku) sejmowa Komisja Finansów Publicznych pracuje nad rządowym projektem ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji, która wykonuje Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiającą ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniającą 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 Parla-

* Kamil Liberadzki jest doktorem nauk ekonomicznych, adiunktem w Zakładzie Finansów Przedsiębiorstwa Instytutu Finansów w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.

** Marcin Liberadzki jest doktorem nauk ekonomicznych, adiunktem w Zakładzie Finansów Przedsiębiorstwa Instytutu Finansów w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.

¹ Opracowanie powstało dzięki wsparciu z grantu NCN nr 2015/17/B/HS4/00911 pt. *Hybrydowe papiery wartościowe: obligacje typu contingent convertible oraz obligacje bail-in* – realizowanego w ramach programu Opus 9 w latach 2016–2017.

mentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 190, zwaną dalej: BRRD). Dyrektywa BRRD (*Bank Recovery and Resolution Directive*) jest fundamentem jednolitego europejskiego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*resolution*) banków. Taki mechanizm jest pilnie potrzebny, ponieważ instytucje finansowe prowadzą działalność w skali transgranicznej (albo nawet paneuropejskiej), podczas gdy prawodawstwa państw członkowskich różnią się znacząco między sobą w obszarze regulacji niewypłacalności instytucji kredytowych. Brak harmonizacji na polu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków zagraża stabilności rynków finansowych – warunkowi powstania i funkcjonowania rynku wewnętrznego². Reżim BRRD wyposaża władze w narzędzia interwencji w fazie prowadzenia działalności i po ogłoszeniu upadłości. Główny cel porządku BRRD polega na tym, aby to raczej akcjonariusze i wierzyciele, a nie podatnicy, wzięli na siebie ciężar zapobiegania niewypłacalności instytucji. Zanim wprowadzono dyrektywę BRRD, akcjonariusze i obligatariusze tzw. banków globalnie systemowo istotnych (*Globally Systemic Important Banks* – G-SIBs) byli pewni, że systemowa ważność i konieczność zachowania stabilności systemu finansowego skłonią regulatorów do ratowania takich banków ze środków publicznych, byle tylko nie pozwolić im upaść. Takie podejście było bardzo wygodne dla wierzycieli i akcjonariuszy, bo ciężar strat ponosili podatnicy. Zasada: *too big to fail* jest stopniowo znoszona, jako że nieuwzględnianie wierzycieli w obowiązku ponoszenia strat uznano za społecznie nieakceptowalne. Punkt 46 preambuły dostarcza z kolei pewnych wskazań odnośnie do hierarchii działań koniecznych do podjęcia wobec „instytucji będącej na progu upadłości”. Przede wszystkim należy zawsze rozważyć jej likwidację w ramach standardowego postępowania upadłościowego. Jeżeli takie rozwiązanie miałoby negatywny wpływ na stabilność system finansowego, powinny zostać zastosowane narzędzia restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w celu prowadzenia działalności przez instytucję będącą na progu upadłości. Jak już wspomniano, użycie środków publicznych do sfinansowania restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji może być rozpatrywane tylko jako ostateczne wyjście. W możliwie największym stopniu należy wykorzystywać do tego celu środki prywatne. To oznacza, że przede wszystkim akcjonariusze i wierzyciele biorą na siebie finansowy ciężar ratowania banków. Prawa akcjonariuszy mogą być ograniczone poprzez sprzedaż instytucji prywatnemu nabywcy, przez jej połączenie z nim lub przez umorzenie istniejących akcji. Prawa wierzycieli mogą zostać ograniczone poprzez umorzenie lub zamianę długu na kapitał własny. Inaczej mówiąc, posiadacze obligacji powinni uczestniczyć w ratowaniu instytucji finansowej przed upadłością (*bail-in*), zanim będzie musiała być ratowana przed upadłością kosztem

² Por. pkt. 4 preambuły dyrektywy BRRD.

podatników (*bail-out*)³. Takie podejście zostało z powodzeniem zastosowane w 2013 roku w czasie kryzysu bankowego na Cyprze oraz w przypadku banku holenderskiego SNS Reaal i doprowadziło do wypracowania koncepcji instrumentu typu *bail-in* na podstawie dyrektywy BRRD⁴.

Kluczowe, z punktu widzenia niniejszego artykułu, jest zagadnienie umorzenia „stosownych instrumentów kapitałowych”⁵ lub ich konwersji na „instrumenty właścicielskie”⁶. Projektodawca (Minister Finansów) nie wziął pod uwagę, że na przepisy BRRD w tym zakresie nakładają się przepisy rozporządzenia nr 575/2013⁷, tzw. CRR (*Capital Requirements Regulation*) regulujące mechanizm tworzenia i warunkowej zamiany instrumentów dodatkowych w kapitale podstawowym poziomu pierwszego (Additional Tier 1, AT 1). Dla pełnej implementacji mechanizmu *bail-in* należy w krajowym porządku prawnym stworzyć ramy umożliwiające kreację papierów wartościowych mogących być zaliczane przez banki-emitentów do kapitałów AT1 na podstawie rozporządzenia CRR. Takie obligacje zwane są *contingent convertibles* (CoCos). Wejście w życie 1 lipca 2015 r. nowej ustawy o obligacjach⁸ (dalej: OblU) miało, jak się wydaje, takie warunki stworzyć. Przepis art. 74 ust. 7 OblU wyraźnie wskazuje, że celem ustawodawcy było stworzenie możliwości zaliczania obligacji do odpowiednich funduszy rozporządzenia CRR (a więc do Additional Tier 1 albo do Tier 2). Temu też służyło wprowadzenie możliwości emisji obligacji wieczystych (art. 75 ust. 2 OblU), podporządkowanych (art. 22 OblU), możliwość zwłoki emitenta z wykonaniem w terminie zobowiązań z obligacji nie będzie powodować powstania po stronie obligatariusza uprawnienia do żądania ich natychmiastowego wykupu (art. 74 ust. 7 OblU oraz art. 75 ust. 4 OblU) oraz możliwość przedterminowego wykupu przez emitenta, jednak nie wcześniej niż z upływem 5 lat od daty emisji (art. 75 ust. 1 OblU). Tymczasem nie wprowadzono w tej ustawie ani w żadnej innej możliwości przymusowej warunkowej zamiany i odpisu wartości nominalnej, bez czego obligacja nie będzie mogła być zaliczona do kapitału AT1. Wydaje się, że prace nad implementacją dyrektywy BRRD stwarzają dobrą okazję do uzupełnienia powstałej luki prawnej i w konsekwencji stworzenia kompletnego instrumentarium prawnego umożliwiającego utrzymanie stabilności

³ Jak kosztowny okazał się *bail-out* patrz: M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Restrukturyzacja banków w Unii Europejskiej w czasie globalnego kryzysu finansowego*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2015.

⁴ O. Szczepańska, A. Dobrzańska, B. Zdanowicz, *Resolution, czyli nowe podejście do banków zagrożonych upadłością*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2015, s. 41.

⁵ Por. rozdział V tytułu IV dyrektywy BRRD.

⁶ Por. art. 2 ust. 1 pkt 62 dyrektywy BRRD.

⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych.

⁸ Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 roku o obligacjach. Dz.U. z 2015 r. nr 238.

banków bez konieczności angażowania funduszy publicznych, które powinno stanowić jedynie środek ostateczny.

1. OBLIGACJE *CONTINGENT CONVERTIBLES* – PRZEGLĄD LITERATURY

Obligacje *contingent convertibles*, zwane również CoCos, jakkolwiek ukształtowane są przez wymogi regulacyjne CRR, zostały wyemitowane po raz pierwszy w 2009 r. a więc zanim Umowa Bazylea III sformułowała wymogi kwalifikowalności kapitału AT1 lub T2 (grudzień 2011 roku) oraz długo przez pakietem CRD IV (czerwiec 2013 r.) wprowadzającym te wymogi do europejskiego porządku prawnego⁹. Jak dotąd nie wypracowano polskiego odpowiednika terminu anglojęzycznego; być może najbliższy oryginałowi i oddający w jakimś stopniu sens tego instrumentu byłby termin „obligacje warunkowo zamienne” lub „obligacje przymusowo zamienne”. W przypadku CoCos zamiana nie jest prawem, które w określonej chwili może wykonać obligatariusz, tak jak dzieje się to w przypadku mechanizmu *convertibles*, ale jest wymuszona, kiedy kapitał regulacyjny spada poniżej określonego wcześniej poziomu. Ta unikalna cecha leży u podstaw mechanizmu absorpcji strat przez CoCos: cel regulacyjny, który nie został osiągnięty przez przedkryzysowe prawodawstwo w zakresie struktury kapitałowej podmiotów regulowanych w takim stopniu, w jakim oczekiwano. Mechanizmem dalej idącym z punktu widzenia absorpcji strat jest umorzenie części lub całości wartości nominalnej instrumentu (tzw. *write-down*), w którym wystąpienie określonego zdarzenia (odzwierciedlającego pogorszenie się kondycji finansowej podmiotu regulowanego – emitenta) automatycznie uruchamia procedurę umorzenia wartości nominalnej obligacji CoCos.

Problem nadmiernego zadłużenia przedsiębiorstw prowadzącego do serii niewypłacalności w sytuacji niestabilnych cen na rynkach finansowych jest znany od dawna. Okazuje się wtedy, że obowiązujące prawo upadłościowe podaje w wątpliwość zdolność obligatariuszy i znajdujących się w tarapatkach emitentów do efektywnej restrukturyzacji zadłużenia. Postępowanie upadłościowe jest kosztowne i długotrwałe, a zamiana długu na udziały napotyka opór ze strony dotychczasowych wierzycieli, często kierujących się odmiennymi interesami. Prawo pośrednio

⁹ Chodzi tu o *Enhanced Capital Notes* (ECN) wyemitowane przez Lloyd w końcu 2009 roku. Następną emisję CoCos przeprowadził Rabobank w 2010 roku wprowadzając kolejną innowację: przekroczenie 7% poziomu współczynnika wypłacalności inicjowało tym razem nie konwersję papieru na *equity* (jak w przypadku ECN), lecz odpis w wysokości 75% wartości nominalnej obligacji.

zachęca pojedynczych wierzycieli do blokowania porozumienia w nadziei na wyegocjowanie korzystnych ustępstw¹⁰.

W przypadku korporacji i banków pojawia się jeszcze jeden wymiar problemu: przedsiębiorstwa te niejednokrotnie oceniane są jako zbyt istotne dla gospodarki, wobec czego władze publiczne znajdują się pod presją ratowania zarówno emitentów, jak i ich wierzycieli, z wykorzystaniem środków publicznych. Taki stan rzeczy rodzi wiele niekorzystnych konsekwencji, wśród nich wymienić można *moral hazard* po stronie akcjonariuszy (reprezentowanych przez zarząd) oraz niezabezpieczonych wierzycieli.

Nadmierny stopień lewarowania się przez największe instytucje finansowe leży u podłoża ostatniego kryzysu finansowego. Dlatego aktualne zmiany regulacyjne mają doprowadzić do tego, aby banki były bardziej dokapitalizowane i przez to odporniejsze na straty. Utrzymywanie wyższego poziomu *equity* przez banki bez wątplenia zmniejsza ryzyko upadku¹¹, 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 mają zwiększyć udział kapitału własnego w swoich pasywach¹². Kluczowym argumentem przeciwko zwiększeniu dokapitalizowania banków wydaje się jednak niemożliwość pozyskania kapitału na rynku w sytuacjach napięć systemu bankowego.

Postulowanym rozwiązaniem sformułowanego wyżej dylematu jest dopuszczenie możliwości emisji przez przedsiębiorstwa instrumentów finansowych absorbujących straty emitenta, zanim dojdzie do niewypłacalności. Instrument taki powinien w sytuacjach napięć finansowych (*distress*) powodować efektywne odciążenie emitenta od konieczności jego spłaty (mechanizm *loss absorption*). Powinien to być zatem instrument hybrydowy: w sytuacjach „normalnych” zachowywać się jak dług, zaś w przypadku *distress* wykazywać cechy akcji¹³.

¹⁰ C. Marquardt, C. Wiedman, *Earnings Management through Transaction Structuring: Contingent Convertible Debt and Diluted Earnings per Share*, „Journal of Accounting Research”, Vol. 43, No. 2, May 2005, s. 205–243.

¹¹ A. Haldane, *We should Go Further Unbundling Banks*. *FT.Com*, 2012. Retrieved from <http://search.proquest.com/docview/1081920328?accountid=45618>; A. Blundell-Wignall, P. Atkinson, C. Roulet, *Bank business models and the Basel system: Complexity and interconnectedness*, „OECD Journal: Financial Market Trends” 2013, Vol. 2, <http://dx.doi.org/10.1787/fmt-2013-5jzb2rhkd65b>

¹² A. Admati, M. Hellwig, *The Bankers' New Clothes. What's Wrong with Banking and What to Do About It*, Princeton University Press, 2013.

¹³ O hybrydowych papierach wartościowych szerzej zob. K. Liberadzki, M. Liberadzki, *Konstrukcja, Zasady emisji i wycena hybrydowych papierów wartościowych na eurorynku*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2016.

Już w końcu lat 20. XX wieku w USA postulowano stworzenie instrumentu o cechach *loss absorption*, wykorzystując jako bazę akcje uprzywilejowane¹⁴. Na początku lat 90. XX wieku rodziły się pomysły dotyczące wprowadzenia papierów typu *distress-contingent convertible* (DCC). Obawiano się, że wzrastające stopy procentowe oraz problemy z refinansowaniem długu mogą popchnąć w stronę niewypłacalności emitentów wypłacalnych, ale silnie zadłużonych¹⁵. Na przykład w 1990 roku w USA podwyżki stóp procentowych uderzyły w emitentów obligacji podporządkowanych o wysokim ryzyku (*junk*)¹⁶. W związku z powyższym sformulowano postulat *de lege ferenda*: w przypadku napiętej sytuacji finansowej dłużnicy powinni mieć możliwość automatycznej konwersji długu na kapitał własny. Ścisłej mówiąc, proponowane DCCs podlegałyby przymusowej konwersji, gdyby wartość kapitału własnego spadła poniżej określonego poziomu. Nowsze opracowania postulowały automatyczną przymusową konwersję papieru hybrydowego na akcje zwykle emitenta, w sytuacji spadku kursu rynkowego akcji poniżej określonego poziomu¹⁷. Obligacje takie nazwano *Contingent Convertibles* – czyli obligacje przymusowo zamienne (CoCos)¹⁸.

Pewne istniejące już papiery wartościowe przypominają pod niektórymi względami proponowane wyżej DCCs. Na przykład przy obligacjach przymusowo zamiennych (*mandatory convertibles*) obligatariusz musi dokonać konwersji według ustalonego przelicznika, jeśli przetrzymuje instrumenty do wykupu. Konwersja nie jest jednak powiązana z pogorszeniem się sytuacji finansowej emitenta, co stanowi cechę instrumentów typu *distressed-contingent convertible*. Mechanizm przymusowej konwersji i przymusowej absorpcji start po stronie posiadacza obligacji można znaleźć w innych, stosowanych już wcześniej papierach wartościowych: obligacjach *reverse convertibles* oraz obligacjach katastroficznych (*catastrophe bonds* – *CAT bonds*). Obligacje *reverse convertibles* (RC) są papierami, których mechanizm konwersji znacznie upodabnia je do instrumentów CoCos. Jednakże istnieją cechy odróżniające RCs od CoCos. Przede wszystkim w typowym przypadku akcje bazowe dla *reverse convertibles* nie mogą być akcjami wyemitowanymi przez emitenta obligacji. To upodabnia obligacje RC w tym względzie raczej do obligacji typu *exchangeable* (wymiennej). W zasadzie obligacje *reverse convertibles* zalicza

¹⁴ A.A. Berle, Jr., *Participating Preferred Stock*, Columbia Law Review, Vol. 26, No. 3 (Mar. 1926), s. 303–317.

¹⁵ *Distress-Contingent Convertible Bonds: A proposed solution to the Excess Debt Problem*, „Harvard Law Review” 1991, Vol. 104, nr 8, s. 1857–1877.

¹⁶ Por. M. Liberadzki, *Облигации с высоким риском – предложения по структуризации сделок для Восточной Европы*, „Roczniki Ekonomii i Zarządzania”, TN KUL, Lublin 2014, t. 6(42), s. 153–168.

¹⁷ M.J. Flannery, *No pain, no gain? Effecting market discipline via „reverse convertible debentures”*, Technical report, Graduate School of Business and Administration, University of Florida, November 2002.

¹⁸ C. Marquardt, C. Wiedman, *Earnings...*, op. cit., s. 205–243.

się do obligacji strukturyzowanych¹⁹. W przypadku obligacji CAT jeśli ustalone w kontrakcie zdarzenie inicjujące (*trigger event*) zachodzi, na przykład katastrofa naturalna (trzęsienie ziemi o określonej sile), wtedy część albo całość nominału obligacji CAT jest przekazywana ubezpieczycielowi; jeśli nie ma zdarzenia, emitent wykupuje obligacje w określonym terminie²⁰. W praktyce ustanawia się w roli *trigger event* nie zdarzenie naturalne, ale branżowy indeks strat, taki jak indeks *Property Loss Services* (PCS)²¹. Kolejną innowacją w dziedzinie transferu ryzyka ubezpieczeniowego okazały się emitowane przez towarzystwa ubezpieczeń na życie i reasekuratorów obligacje zwane *CAT Mortality Bonds* (CATM). W przypadku tych papierów zdarzenie inicjujące (zwane tutaj *write-down trigger event*) jest bardziej zbliżone do zdarzeń rzeczywistych niż indeksy: jest nim klasyfikowana jako katastrofalna zmiana współczynników umieralności w wybranej populacji²².

Zasadniczo w przypadku CoCos można przyjąć zdarzenie inicjujące trojakiemu rodzajowi: (i) księgowo, 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 finansowej²³. Ostatnie badania pokazują, że wskaźnik dźwigni finansowej jest statystycznie istotniejszym prognostykiem upadłości banku niż wskaźniki oparte na kapitałach T1²⁴. W latach 2006–2009 nawet banki postrzegane jako zagrożone upadłością nigdy nie wykazywały współczynników CET1 niższych niż 7%²⁵. Ponadto dyskrecjonalny 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 współczynnikiem CET1 a ceną akcji lub wskaźnikiem księgowym kapitałów własnych²⁶. Jeremy Bulow na Uniwersytecie Stan-

¹⁹ M.O. Rieger, *Why Do Investors Buy Bad Financial Products? Probability Misestimation Preferences in Financial Decisions*, „The Journal of Behavioral Finance”, 2012, nr 13, s. 108–118.

²⁰ D. Lakdawalla, G. Zanjani, *Catastrophe Bonds, Reinsurance, and the Optimal Collateralization of Risk-Transfer*, NBER Working Paper No. 12742, grudzień 2006.

²¹ J.-P. Lee, M.-T. Yu, *Valuation of catastrophe reinsurance with catastrophe bonds*, „Insurance: Mathematics and Economics” 41 (2007), s. 264–278.

²² D. Bauer, F. Kramer, *The Risk of a Mortality Catastrophe*, Working paper ma zostać opublikowany w: „Journal of Business & Economic Statistics”, 2015.

²³ Dobrym wprowadzeniem do wskaźników finansowych jest: J. Ostaszewski, *Finanse przedsiębiorstw*, [w:] J. Ostaszewski (red.), *Finanse*, Difin, wydanie 6, Warszawa 2013, s. 480–495.

²⁴ Por. A. Blundell-Wignall, P. Atkinson, C. Roulet, *Bank business models...*, *op. cit.*, (dostęp: 3.06.2015).

²⁵ M.P.H. Buergi, *Pricing contingent convertibles: A general framework for application in practice*, „Financial Markets and Portfolio Management” 2013, Vol. 27(1), <http://dx.doi.org/10.1007/s11408-012-0203-4> (dostęp: 14.05.2015).

²⁶ Por. K. Liberadzki, M. Liberadzki, *Konstrukcja...*, *op. cit.*, s. 232–234.

ford oraz Paul Klemperer na Uniwersytecie Oxford pracują z kolei nad nowymi instrumentami mającymi stanowić alternatywę dla CoCos jako składnik kapitału regulacyjnego banku. Chodzi tu o tzw. *Equity Recourse Notes* (ERN)²⁷. Zawierają one *trigger* rynkowy w postaci kursu akcji spółki poniżej określonego wcześniej parametru. W takim wypadku instrumenty finansowe zostałyby umorzone nie w zamian za środki finansowe, lecz w zamian za akcje spółki-emitenta. W odmiennym kierunku zmierza koncepcja *Capital Access Bonds* (CABs). Chodzi tutaj o instrument podobny do zwykłej obligacji zamiennej, z tą różnicą, że to emitent, a nie posiadacz, ma opcję żądania zamiany instrumentu w drodze emisji nowych akcji po cenie uzgodnionej z góry. Można je porównać z nabyciem przez bank opcji put na jego własne akcje²⁸. Innym przykładem innowacji w zakresie konstrukcji hybrydowych papierów wartościowych jest dodanie mechanizmu warunkowej konwersji do tradycyjnej obligacji zamiennej. Instrument taki, wyemitowany po raz pierwszy przez Bank of Cyprus w 2011 roku, nazwany 'CoCoCo', pozwala inwestorom uczestniczyć w pełni w zyskach w przypadku wzrostu wartości akcji bazowych, dlatego nazywane są również '*CoCo with upside*'²⁹.

2. ROZPORZĄDZENIE CRR I DYREKTYWA BRRD – WZAJEMNE RELACJE

Ostrożnościowe wymogi kapitałowe są regulowane w pakiecie CRD IV, w skład którego wchodzi: dyrektywa 2013/36/UE, tzw. CRD IV (*Capital Requirements Directive*)³⁰, oraz rozporządzenie CRR i opierają się na zasadach przyjętych na poziomie międzynarodowym (Umowa Kapitałowa Bazylea III). Finansowe papiery hybrydowe odgrywają ważną rolę w narzuconej przez pakiet CRD IV kapitałowej strukturze opartej na podziale kapitału na kategorie (*tiers*).

W pakiecie regulacyjnym CRD IV banki Unii Europejskiej muszą spełnić określone wymogi kapitałowe, które są pogrupowane m.in. jako instrumenty finansowe Tier 1 (T1) i Tier 2 (T2). Instrumenty Tier 1 mogą absorbować straty instytucji w fazie prowadzenia działalności, podczas gdy instrumenty Tier 2 absorbują straty w przypadku niewypłacalności lub likwidacji instytucji finansowej. Jądem tego

²⁷ J. Bulow, P. Klemperer, *Equity Recourse Notes: Creating Counter-cyclical Bank Capital*, „Economic Journal”, forthcoming.

²⁸ P. Bolton, F. Samama, *Capital access bonds: Contingent capital with an option to convert*, „Economic Policy”, April 2012, s. 309.

²⁹ K. Liberadzki, M. Liberadzki, *Hybrid securities. Structuring, Pricing and Risk Assessment*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, New York, 2015, s. 22.

³⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi.

systemu jest kapitał podstawowy Tier 1 (CET1, Common Equity Tier 1), który musi składać się z kapitałów o najwyższej jakości i w największym stopniu absorbujących straty. Instrumenty CET1 to przede wszystkim akcje zwykłe oraz zyski zatrzymane; obligacje hybrydowe mogą być, w zależności od spełniania kryteriów, przyporządkowane do kapitału dodatkowego Tier 1 (AT1, Additional Tier 1) lub Tier 2.

W ujęciu chronologicznym dyrektywa BRRD następuje po pakiecie CRD, jest więc logiczne, że przejmuje ona jego terminologię i definicje. Spójność pojęć jest niezwykle ważna. Dyrektywa BRRD często zawiera odniesienia wprost do terminologii rozporządzenia CRR: instrumentów CET1, AT1 i T2³¹. Jednakże te dwa akty prawne koncentrują się na różnych aspektach reformy bankowej. Odmiennie były też w gruncie rzeczy podstawy ich stworzenia: u podstaw CRR leży umowa kapitałowa Bazylea III, rozporządzenie nie stanowi natomiast bezpośrednio – tak jak w przypadku BRRD – elementu unii bankowej. O ile CRR wprowadza strukturę ostrożnościowych wymogów kapitałowych opartą na wydzielonych poziomach, o tyle BRRD skupia się raczej na tym, jak taka struktura funkcjonuje w przypadku zagrożenia upadłością. Rozporządzenie określa strukturę, w której zarówno akcjonariusze, jak i konkretni wierzyciele (posiadacze instrumentów AT1 i T2) mogą zasilać instytucję finansową środkami zakwalifikowanymi jako fundusze własne, dyrektywa natomiast wprowadza procedurę podziału strat pomiędzy akcjonariuszami a wierzycielami. W rezultacie optyka CRR i BRRD jest różna, jeżeli chodzi o szczeblową strukturę kapitału: w ujęciu BRRD szczególny nacisk kładzie się na zdolność absorpcji strat na etapie prowadzenia działalności. Na gruncie CRR ta zdolność stanowi wymóg w odniesieniu do instrumentów AT1, realizowany na dwa odmiennie sposoby: warunkowej/przymusowej zamiany (*contingent conversion*) i odpisu wartości nominalnej (*write-down*). Należy również podkreślić, że – w przeciwieństwie do bezpośrednio stosowanego rozporządzenia CRR – obligacje *bail-in* są regulowane „tylko” dyrektywą, która dopiero musi być transponowana do krajowych porządków prawnych. Oczywiście, takie podejście legislacyjne daje więcej możliwości pewnych odchyleń na poziomie krajowych zasad *bail-in* niż w przypadku norm bezpośrednio obowiązujących opartych na rozporządzeniu.

Należy przywołać definicję „instrumentu umorzenia lub konwersji długu” (dalej: instrumentu *bail-in*): „oznacza mechanizm służący do wykonania przez organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (...) uprawnień do umorzenia i konwersji w odniesieniu do zobowiązań instytucji objętej restrukturyzacją i uporządkowaną likwidacją”³².

³¹ Por. art. 2 ust. 1 pkt 62 dyrektywy BRRD.

³² Art. 2 ust. 1 pkt 57 BRRD.

Na podstawie art. 59 ust. 2 dyrektywy BRRD organy ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji mają uprawnienia do umorzenia stosownych instrumentów kapitałowych lub ich konwersji na instrumenty właścicielskie instytucji i podmiotów, o których mowa w art. 1 ust. 1 lit. b–d) dyrektywy. Instrument *bail-in* ma szerszy zakres niż umorzenie instrumentów AT1 i T2. Odpowiednio obligacje *bail-in* mają większy zasięg niż obligacje AT1 oraz instrumenty T2. Ta konkluzja ma silne uzasadnienie w analizie struktury tytułu IV BRRD („Restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja”): procedura użycia instrumentu *bail-in* znajduje się w sekcji 5 („Instrument umorzenia lub konwersji długu”) rozdziału IV („Instrumenty restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji”), podczas gdy umorzenie lub konwersja „odpowiednich instrumentów kapitałowych” jest regulowana w oddzielnym rozdziale IV („Umorzenie instrumentów kapitałowych”). Mimo to, kiedy instrumenty *bail-in* są realizowane, to odnoszą się również do instrumentów AT1 i T2. Art. 59 ust. 1 wyraźnie wskazuje, że uprawnienie do umorzenia lub konwersji odpowiednich instrumentów kapitałowych (a więc instrumentów AT1 i T2)³³ może być wykonywane niezależnie od działań *resolution* lub w kombinacji z nimi.

W związku z powyższym należy uwzględniać zarówno analizę „globalnego” mechanizmu *bail-in* („instrumentów *bail-in*”), jak i mechanizm ograniczony do instrumentów AT1 i T2 („umorzenie instrumentów kapitałowych”). Należy mieć na uwadze, że te mechanizmy są w dużym stopniu do siebie podobne. Dlatego dla przejrzystości wyводу lepiej jest w pierwszej kolejności przedstawić przepisy CRR dotyczące umorzenia lub warunkowej zamiany i dopiero potem umiejscowić je w szerszym kontekście instrumentów *bail-in*.

Wydaje się, że prawny porządek rozporządzenia CRR regulujący CoCos jest bardzo ogólny i samo CRR stanowi tylko etap na drodze do dokładniejszej regulacji. W istocie tak właśnie jest, gdyż dyrektywa BRRD wprowadza bardziej szczegółowy reżim, co zresztą zostało już przewidziane w preambule rozporządzenia CRR: „(...) powinna istnieć możliwość dokonania pełnego i trwałego odpisu obniżającego wartość wszystkich instrumentów dodatkowych w Tier I i instrumentów w Tier II, jakimi dysponuje instytucja, lub też przekształcenia ich w całości w kapitał podstawowy Tier I. Niezbędne przepisy mające zapewnić, by instrumenty funduszy własnych podlegały dodatkowemu mechanizmowi absorpcji strat, należy włączyć do prawa unijnego jako część wymogów dotyczących naprawy oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji”³⁴. Te stwierdzenia podkreślają wzajemne powiązania pakietu CRD IV/CRR i BRRD.

³³ Por. art. 2 ust. 1 pkt 74 BRRD.

³⁴ Pkt 15 preambuły rozporządzenia CRR.

3. UMORZENIE I KONWERSJA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH NA GRUNCIE ROZPORZĄDZENIA CRR

3.1. Cechy papierów typu *contingent convertible*

Papiery hybrydowe AT1 zastąpiły hybrydy zaliczane do kapitału Tier 1 na podstawie nieobowiązującej już Umowy Kapitałowej Bazylea II, które, jak boleśnie wykazał ostatni kryzys finansowy, nie absorbowwały w wystarczającym stopniu strat banków-emitentów. Co prawda i wtedy płatności odsetek były dowolne, ale i tak musiały być one zapłacone, jeśli bank miał zysk lub wypłacał dywidendę z akcji zwykłych³⁵. W konsekwencji emitenci płacili odsetki, mimo narastającego załamania na rynku kredytowym i rosnącego wraz z tym ryzyka własnej niewypłacalności. Na gruncie Umowy Kapitałowej Bazylea II kapitał T2 obejmował wieczysty i podporządkowany dług jako kapitał Upper Tier 2 (UT2). Obligacje kapitału Lower Tier 2 (LT2) pozostały nadrzędne wobec wymienionych wyżej, ale podporządkowane w stosunku do długu typu *senior*. Płatności odsetek były obowiązkowe i obligacje mogły być albo wieczyste, albo o ustalonym terminie wykupu, zazwyczaj 5 lat od dnia emisji (lub 5 lat do pierwszej daty *call*). W świetle wydarzeń po 15 września 2008 r. okazało się, że banki miały za dużą dowolność w zakresie niedokonywania płatności z tytułu wyemitowanych przez siebie papierów zaliczanych do poziomu (UT2), za to nie miały w zasadzie żadnego narzędzia prawnego do wstrzymania płatności długu podporządkowanego LT2. W konsekwencji instrumenty T2 Bazylei II również zawiodły w funkcji absorpcji strat i banki musiały być ratowane z pieniędzy publicznych.

Pozycje zaliczone do instrumentów AT1 również służą absorpcji strat w fazie przed ogłoszeniem upadłości. Do pozycji AT1 należą instrumenty kapitałowe spełniające warunki określone w art. 52 rozporządzenia CRR i *ażio* emisyjne związane z instrumentami³⁶. Należy pamiętać, że kategoryzacja w ramach określonego wariantu tier ma charakter definitywny: instrumenty zaliczone do pozycji AT1 nie mogą być uznane za instrumenty CET1 lub T2.

Z chwilą wystąpienia zdarzenia inicjującego następuje zamiana instrumentu AT1 na instrument CET1, bądź „dokonuje się trwały lub tymczasowy odpis obniżający wartość kwoty głównej instrumentu”³⁷. Dlatego każdy instrument AT1 musi być obligacją *contingent convertible*. Z uwagi na to, czy w warunkach emisji przewidziano konwersję czy *write-down* papiery te określa się mianem odpowiednio

³⁵ Szerzej na temat wszystkich właściwości, które muszą posiadać papiery wartościowe, aby zostać zaklasyfikowane jako kapitał AT1 – K. Liberadzki, M. Liberadzki, *Konstrukcja, Zasady...*, *op. cit.*

³⁶ Por. art. 51 rozporządzenia CRR.

³⁷ Por. art. 52 ust. 1 lit. n) rozporządzenia CRR.

CE CoCo³⁸, albo PWD CoCo³⁹. Zdarzenie inicjujące zachodzi wtedy, kiedy współczynnik CET1⁴⁰ spada poniżej 5,125% lub poniżej poziomu wyższego niż 5,125%, jeżeli został on ustalony przez instytucję i określony w przepisach regulujących dany instrument⁴¹.

3.2. Rodzaje konwersji i write-down

W przypadku instrumentów CE CoCo ich warunki emisji muszą określać współczynnik takiej zamiany, limit dozwolonej kwoty zamiany oraz zakres, w jakim instrumenty będą podlegały zamianie na instrumenty w kapitale podstawowym Tier 1. Ten wymóg powinien znaleźć odzwierciedlenie w krajowym prawie spółek, w przepisach regulujących obligacje zamienne⁴². Obligacje CoCo mogą być zamieniane albo na z góry określoną liczbę akcji albo na określoną wartość akcji – oba te sposoby konwersji mają swoje wady i zalety⁴³. W rezultacie dokonanej konwersji kwota kapitału podstawowego Tier 1 wzrośnie o kwotę zamienianych instrumentów AT1. Jednocześnie, jeżeli spadnie przy tym współczynnik kapitałowy poniżej minimalnego poziomu 6%⁴⁴, to instytucja będzie musiała wyemitować nowe instrumenty AT1 w celu zastąpienia tych konwertowanych.

Jakakolwiek przymusowa zamiana (zarówno obligacji hybrydowych, jak i akcji uprzywilejowanych) będzie miała wpływ na strukturę własności spółki. Zamiana obligacji będzie skutkować wzrostem kapitału zakładowego i rozwodnieniem praw innych akcjonariuszy.

Bardzo ważne jest też spostrzeżenie, że rozporządzenie CRR w art. 52 ust. 1 lit. p) wyraźnie dopuszcza emisję instrumentów AT1 bezpośrednio dokonaną nie tylko przez instytucję finansową, ale także przez spółkę specjalnego przeznaczenia (*Special Purpose Vehicle* – SPV). Musi ona prowadzić działalność w ramach konsolidacji zgodnie z CRR, a dochody mają być natychmiast dostępne dla tej instytucji bez ograniczeń. Taki sposób emisji odnosi się oczywiście do obligacji, a nie akcji uprzywilejowanych. Co więcej, rodzi się pytanie o zamianę. Konwersja ma zastosowanie jedynie w przypadku emisji „bezpośredniej”, podczas gdy w przypadku emisji „pośredniej” może wchodzić w rachubę zamiana tylko na istniejące akcje emitenta. Wobec celów CRR zamiana obligacji musi skutkować zwiększeniem kapitału

³⁸ Skrót CE pochodzi od *converting to equity*.

³⁹ Skrót PWD pochodzi od *principal write-down*.

⁴⁰ Współczynnik kapitału podstawowego Tier 1 stanowi kapitał podstawowy Tier 1 danej instytucji wyrażony jako odsetek łącznej kwoty ekspozycji na ryzyko; powinien on wynosić co najmniej 4,5%. Por. art. 92 ust. 1 lit. a) i ust. 2 lit. a) rozporządzenia CRR.

⁴¹ Por. art. 54 ust. 1 lit. a) rozporządzenia CRR.

⁴² Por. art. 54 ust. 1 lit. c) rozporządzenia CRR.

⁴³ Por. K. Liberadzki, M. Liberadzki, *Konstrukcja...*, *op. cit.*, s. 192–240.

⁴⁴ Por. art. 92 ust. 1 lit. b) rozporządzenia CRR.

zakładowego, wymiana obligacji na istniejące akcje nie powodowałaby natomiast takiego wzrostu. Podsumowując: obligacje CoCos muszą być obligacjami zamiennymi, a nie wymiennymi. Innymi słowy, instrumenty AT1 emitowane przez SPV mogą zawierać tylko mechanizm *write-down*. Jak dotąd wszystkie instrumenty AT1 – także zawierające mechanizm odpisu – zostały wyemitowane bezpośrednio przez instytucje finansowe.

Mechanizmem idącym dalej z punktu widzenia absorpcji strat jest umorzenie części lub całości wartości nominalnej instrumentu (tzw. *write-down*), w którym wystąpienie określonego zdarzenia (odzwierciedlającego pogorszenie się kondycji finansowej podmiotu regulowanego – emitenta) automatycznie uruchamia procedurę umorzenia wartości nominalnej obligacji. Ciężar sanacji takiego przedsięwzięcia jest więc w większym niż dotychczas stopniu przerzucony na posiadaczy obligacji, co zmniejsza zagrożenie jego upadłości i w konsekwencji destabilizacji systemu finansowego. *Write-down* może przybrać różne formy: pełny odpis, częściowy odpis czy wreszcie rozłożony w czasie (*staggered write-down*). W tym ostatnim przypadku tylko część wartości nominalnej obligacji ulega odpisowi tak, jak w mechanizmie częściowego *write-down*, ale w sposób bardziej elastyczny. Procedura odpisu jest skonkretyzowana w art. 21 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) nr 241/2014.

4. UMORZENIE LUB ZAMIANA INSTRUMENTÓW KAPITAŁOWYCH NA GRUNCIE DYREKTYWY BRRD

4.1. Warunki i mechanizm umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych

Zgodnie z art. 59 ust. 3 dyrektywy BRRD organy ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (dalej: organy ds. *resolution*) bezzwłocznie wykonują uprawnienia do umorzenia lub konwersji odpowiednich instrumentów kapitałowych, kiedy zachodzi co najmniej jedna z następujących okoliczności: (i) gdy stwierdzono, że spełniono warunki uruchomienia procedury *resolution*, określonej w art. 32 i 33, a takie działania nie zostały jeszcze podjęte, (ii) gdy stwierdzono, że jeżeli uprawnienie to nie zostanie wykonane, instytucja (lub podmiot dominujący) nie będzie w stanie dalej funkcjonować⁴⁵, (iii) gdy w przypadku odpowiednich instrumentów

⁴⁵ W polskiej wersji językowej dyrektywy BRRD stosuje się pojęcie „utrzymać rentowność działalności”, zdaniem autorów jednak, na podstawie wykładni językowej i funkcjonalnej, właściwsze jest sformułowanie „dalej funkcjonować”. Na takie stwierdzenie wskazuje treść art. 59 BRRD, który w ust. 4 lit. a) i b) za warunek zajścia „utrąty rentowności” przyjmuje to, że instytucja znajduje się na progu upadłości lub jest zagrożona upadłością. Zresztą utrata rentowności to za mało, żeby uruchamiać cały mechanizm BRRD, który należy traktować jako środek ostateczny.

kapitałowych wyemitowanych przez jednostkę zależną, spełniających wymogi w zakresie funduszy własnych na podstawie CRR, stosowne organy (organ sprawujący nadzór skonsolidowany i organ państwa jednostki zależnej) wspólnie stwierdzają, że grupa utraci zdolność do dalszego funkcjonowania⁴⁶, jeżeli te uprawnienia nie zostaną wykonane, (iv) gdy w przypadku odpowiednich instrumentów kapitałowych wyemitowanych przez jednostkę dominującą, spełniających wymogi w zakresie funduszy własnych na podstawie CRR, stosowny organ stwierdzi, że grupa utraci zdolność do dalszego funkcjonowania⁴⁷, jeżeli te uprawnienia nie zostaną wykonane, wreszcie (v) gdy wymagane jest nadzwyczajne publiczne wsparcie instytucji, z wyjątkiem dowolnej z okoliczności określonej w art. 32 ust. 4 lit. d) ppkt (iii) BRRD

Na podstawie art. 60 ust. 1 BRRD kolejność zaspokajania roszczeń na zasadach standardowego postępowania upadłościowego stanowi zasadnicze uprawnienie do umorzenia lub konwersji: w pierwszej kolejności obniżeniu ulegają pozycje w kapitale CET1, proporcjonalnie do ich strat i maksymalnej możliwości pokrywania przez nie strat. A zatem ta redukcja może prowadzić do zera, jeśli kwota strat jest większa lub równa wartości („możliwości”) funduszy własnych CET1. Organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji podejmuje jedno z działań określonych w art. 47 ust. 1 lub oba te działania: a) umarza istniejące akcje lub inne instrumenty właścicielskie lub przekazuje je wierzycielom, których wierzytelności są umarżane lub konwertowane, b) rozwadnia dotychczasowych akcjonariuszy i posiadaczy innych instrumentów właścicielskich w wyniku przeprowadzenia konwersji na akcje lub inne instrumenty właścicielskie: (i) hybryd AT1 i T2 lub (ii) zobowiązań kwalifikowalnych⁴⁸. Scenariusz zamiany jest dopuszczalny pod warunkiem, że wycena (przeprowadzona na podstawie art. 36 dyrektywy) wskazuje, iż instytucja ma dodatnią wartość netto.

Należy zauważyć, że możliwość dokonania częściowego umorzenia i częściowej konwersji odzwierciedla, jak porządek BRRD przeważa nad reżimem CRR w przypadku zamiany. Krótko mówiąc, wydaje się mało istotne, czy określona hybryda AT1 jest stworzona na potrzeby CRR jako CE CoCo albo PWD CoCo, ponieważ organ ds. *resolution* może uznaniowo zdecydować o umorzeniu lub zamianie. Papiery typu PWD CoCos mogą być zatem zamienione niezależnie od zdarzenia inicjującego ustanowionego w warunkach emisji, umorzone lub częściowo umorzone i częściowo zamienione. Oczywiście to samo dotyczy papieru CE CoCo. To oznacza, że nawet

Musiałyby to być utrata rentowności (albo strata) „kwalifikowana”, np. przekraczająca fundusze własne – ale wtedy właśnie pojawia się podstawa utraty możliwości „dalszego funkcjonowania”.

⁴⁶ Por. przypis powyżej.

⁴⁷ Por. przypis powyżej.

⁴⁸ Uprawnienia w ramach *resolution* do konwersji zobowiązań kwalifikowalnych na akcje zwykle i inne instrumenty właścicielskie będą omówione dalej w niniejszym artykule.

papiery hybrydowe *write-down* wyemitowane przez instytucję kredytową pośrednio (*via* SPV) mogą być zamienione na akcje tej instytucji. Mając na uwadze wnioski sformułowane na gruncie CRR dotyczące nieprzystawalności emisji pośrednich dla celów emisji CoCos, należy stwierdzić, że BRRD idzie nawet dalej niż CRR, jeżeli chodzi o możliwości kreacji nowych papierów hybrydowych. Jednocześnie definitywność stwierdzenia o niemożności pośredniej emisji CE CoCos przez SPV osłabia to, że BRRD wyraźnie dąży do narzucenia mechanizmu absorpcji strat na wierzycieli, niezależnie od istnienia pośredników zaangażowanych w proces emisji.

Struktura „posuwania się w górę” kapitału ma się sprawdzić tam, gdzie zawiodła Bazylea II. W Bazylei II kapitał T2 absorbował straty tylko w przypadku upadłości instytucji, tak więc bank popadając w kłopoty finansowe, nawet jeśli miał znaczący wyemitowany dług, i tak musiał zdobywać dodatkowe *equity*, żeby pozostać wypłacalnym⁴⁹. BRRD ma stanowić swoiste remedium: wszystkie fundusze własne znajdują się na drabinie pochłaniania strat, a poszczególne pozycje mogą posuwać się po szczeblach tylko w górę. Straty będą konsumowane przez pozycje CET1w pierwszej kolejności, następnymi w kolejce będą zaś posiadacze instrumentów AT1, jako że ich instrumenty mogą być skonwertowane na instrumenty CET1 (lub umorzone). Jeśli ich inwestycja również będzie użyta do pochłaniania strat, wtedy wkraczają instrumenty T2, które również mogą być zamienione na składniki CET1.

4.2. Zobowiązania kwalifikowalne

Instytucje muszą spełniać przez cały czas minimalny wymóg w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowalnych, indywidualnie określanych przez organ ds. *resolution*⁵⁰. Chodzi tu o tak zwany MREL (*Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities* – minimalny wymóg funduszy własnych i kwalifikowalnych zobowiązań), który jest wiążący dla banków mających siedzibę na terytorium UE, uwzględniając także banki zaliczane do G-SIBs⁵¹. To może być zaskakujące, bo wydawałoby się, że takie wymogi są wyłączną domeną CRR. Należy zatem mieć świadomość interoperacyjności CRR i BRRD w zakresie wymogów dotyczących funduszy własnych⁵².

⁴⁹ J. De Spiegeleer, C. van Hulle, W. Schoutens, *The Handbook of Hybrid Securities: Convertible bonds, coco bonds and bail-in*, Wiley Finance Series, London 2014, s. 8.

⁵⁰ Por. art. 45 ust. 1 dyrektywy BRRD.

⁵¹ Por. art. 45 dyrektywy BRRD.

⁵² Warto wspomnieć też o TLAC (*Total Loss Absorbing Capacity*) – standardzie regulacyjnym ustanawiającym minimalny poziom funduszy własnych i obowiązujący na poziomie globalnym, który jest ustanowiony przez Radę Stabilności Finansowej (*Financial Stability Board*) oraz Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego obejmujący 30 G-SIBs.

W pierwszej kolejności jednak trzeba przyrzeć się pojęciu, dość nieoczekiwanemu w BRRD: „zobowiązań kwalifikowalnych”. Jest to autonomiczne pojęcie na gruncie BRRD, niewystępujące w CRR. Jak widać, ta nowa klasa instrumentów ma odegrać istotną rolę w reformie struktury kapitałowej banków. Zobowiązania kwalifikowalne to instrument, który: (i) jest wyemitowany i w pełni opłacony, (ii) dane zobowiązanie nie jest należne samej instytucji, nie jest przez nią zabezpieczone ani gwarantowane, (iii) jego nabycie nie zostało bezpośrednio lub pośrednio sfinansowane przez instytucję, (iv) pozostający termin do zapadalności zobowiązania wynosi co najmniej rok, (v) zobowiązanie nie wynika z instrumentu pochodnego, (vi) zobowiązanie nie wynika z określonych uprzywilejowanych depozytów⁵³. Takie „zobowiązania kwalifikowalne” uważa się za formę tzw. Tier 3. W zasadzie wszystkie „typowe” niezabezpieczone obligacje (zarówno podporządkowane, jak i typu *senior*) nadają się do celów *bail-in* (dlatego w żargonie określa się je jako *bail-inable*) pod warunkiem, że spełniają podane wyżej wymogi. Jak się wydaje, najważniejszy z nich jest warunek co najmniej rocznego pozostałego terminu do wykupu. To może prowadzić do emisji długu w celu zastąpienia obligacji, które wkrótce stracą swoją kwalifikowalność (tj. ich zapadalność będzie krótsza niż rok) nowymi obligacjami. Sposób kalkulacji pozostałej zapadalności jest niezmiernie istotny, a przy tym nie jest tak prosty jak mogłoby się wydawać. W przeciwieństwie do instrumentów AT1 i T2 zobowiązania kwalifikowalne mogą mieć wbudowaną opcję put. W takim przypadku art. 45 ust. 4 BRRD *in fine* wyraźnie określa, że termin zapadalności zobowiązania powinien przypadać na dzień, w którym najwcześniej opcja put może być wykonana. Analizowany przepis zawiera ogólne pojęcie „uprawnienia do wcześniejszej spłaty”, które przysługuje właścicielowi zobowiązania. A zatem może tu chodzić nie tylko o opcje put, ale także inne postanowienia umowne przyspieszające płatności.

5. RAMY PRAWNE DLA EMISJI INSTRUMENTÓW KAPITAŁOWYCH ADDITIONAL TIER 1 W PRAWIE POLSKIM

Emisja obligacji wieczystych oraz możliwość wstrzymania płatności odsetek były wyraźnie wyłączone na podstawie poprzedniej ustawy o obligacjach z 1995 r.⁵⁴ Natomiast kwestii podporządkowania obligacji nie regulowała ona w ogóle. Tymczasem art. 22 nowej ustawy dopuszcza emisję obligacji podporządkowanych za zasadzie *'gone concern'* dopuszczając zaspokojenie wierzytelności z nich wynikających po „zaspokojeniu wszystkich innych wierzytelności przysługujących wierzycielom wobec tego emitenta”. Takie sformułowanie, którym posługuje się przepis wspo-

⁵³ Por. art. 45 ust. 4 dyrektywy BRRD.

⁵⁴ Por. art. 5 ust. 1 pkt 7 i art. 24 ust. 2 ustawy o obligacjach z 1995 roku.

mnianego artykułu może utrudnić jednak emisję obligacji podporządkowanych zaliczanych do kapitału T2, które powinny być przecież obsługiwane z pierwszeństwem przed hybrydami AT1.

Zgodnie z przepisem art. 23, obligacje wieczyste, co do zasady, nie podlegają wykupowi i uprawniają obligatariusza do otrzymywania odsetek przez czas nieoznaczony. Natomiast przepis art. 74 ust. 2 ustawy z 2015 roku stanowi, że zwłoka lub sięgające 3 dni niezawinione opóźnienie emitenta w wykonaniu zobowiązań wynikających z obligacji skutkuje powstaniem po stronie obligatariusza uprawnienia do żądania natychmiastowego wykupu obligacji w części, w jakiej obligacje przewidują świadczenie pieniężne. Przepis ten wymienia zatem przypadki, w których obligatariuszowi przysługuje prawo przedstawienia obligacji emitentowi do przedterminowego odkupu (opcja put), przy czym warunki emisji mogą przewidywać jej powstanie w razie opóźnienia krótszego niż 3 dni. Wstrzymanie przez emitenta wykonania zobowiązania wynikającego z obligacji (a więc, przede wszystkim, wypłaty odsetek) może zatem skutkować jej natychmiastową wymagalnością. Tym samym zastrzeżenie *deferral* jest niemożliwe. Przepis art. 74 ust. 7 ustawy przewiduje wyłączenie stosowania powyższego mechanizmu jedynie w przypadku banków emitujących obligacje na potrzeby CRR. Zgodnie bowiem z postanowieniem art. 52 ust. 1 lit. 1) CRR, warunkiem uznania dłużnego instrumentu finansowego za składnik funduszy własnych (AT1) jest pełna swoboda emitenta w zakresie całkowitego anulowania płatności należnych odsetek (*non-cumulative deferral*). Okoliczność ta jasno wskazuje, że zamiarem ustawodawcy było umożliwienie bankom emisji obligacji z możliwością całkowitego anulowania odsetek, a także odroczenia takiej płatności (*cumulative deferral*) na okoliczność wypełnienia obowiązków kapitałowych wynikających z CRR. Osobnym zagadnieniem jest ograniczenie możliwości zastrzeżenia przez emitenta możliwości ich wykupu (opcja *call*). Zgodnie z przepisem art. 75 ust. 2 zd. 2, obligacje wieczyste można wykupić nie wcześniej niż po upływie 5 lat od ich emisji. Przepis ten powiela wymóg zawarty w postanowieniu art. 52 lit. i) CRR, pozwalając potencjalnie zakwalifikować obligacje wieczyste jako składnik funduszy własnych dodatkowych w Tier 1.

Pomimo dążeń ustawodawcy, powyższe ramy prawne nie są wystarczające do emisji przez banki hybrydowych instrumentów kapitałowych AT1, a więc obligacji typu *contingent convertible*, spełniających warunki, o których mowa w przepisie art. 52 CRR. Nie jest więc możliwe, aby Komisja Nadzoru Finansowego udzieliła jakiegokolwiek bankowi w Polsce zgody na zaliczenie takich instrumentów kapitałowych jako instrumenty kapitałowe w Tier I, tzw. AT1 CoCos⁵⁵. Jest tak w szczególności ze względu na:

⁵⁵ Por. art. 127 ust. 2 pkt 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe, t.j. z dnia 13 stycznia 2015 r., Dz.U. z 2015 r. poz. 128.

- 1) brak możliwości przymusowej zamiany obligacji na akcje banku w razie wystąpienia zdarzenia inicjującego przymusową zamianę (art. 51 ust. 1 lit. n) CRR);
- 2) brak możliwości przymusowego umorzenia obligacji w razie wystąpienia zdarzenia inicjującego przymusowego umorzenia obligacji (art. 51 ust. 1 lit. n) CRR);
- 3) brak możliwości zastrzeżenia przez emitenta, że wypłata świadczenia pieniężnego (kuponu) będzie możliwa jedynie z pozycji podlegających podziałowi: zysków i rezerw (art. 51 ust. 1 lit. l) CRR), co upodabnia płatności kuponowe do dywidend, które wypłaca się akcjonariuszom tylko pod warunkiem, że dostępne są fundusze na ten cel,
- 4) brak możliwości wprowadzenia dwustopniowego podporządkowania obligacji (art. 51 ust. 1 lit. d) CRR).

Powyższe wnioski mają charakter wstępny i dotyczą jedynie najistotniejszych, węzłowych zagadnień związanych z umożliwieniem emisji hybrydowych instrumentów kapitałowych AT1. Należy rozważyć jeszcze wiele istotnych kwestii, jak chociażby wprowadzenie dodatkowych ograniczeń uprawnień emitenta do dokonania wcześniejszego wykupu instrumentów kapitałowych AT1 tak, aby odpowiadały one warunkom określonym w Rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) nr 241/2014. Oprócz wielu innych, rozstrzygnięcia wymaga kwestia prawa poboru akcjonariuszy, która uwidoczni się w przypadku konwersji obligacji przymusowo zamiennych.

PODSUMOWANIE

Idea instrumentów „przymusowo zamiennych” nie była dotąd nieznana. Postulaty kreacji papierów typu *distressed – contingent convertible* były formułowane w literaturze od lat 90. XX wieku zwykle w reakcji na wzmożone upadłości. Mechanizm *contingent convertible* został najpełniej opisany i – po raz pierwszy – sformalizowany właśnie w rozporządzeniu CRR. Jednak CRR nie może stanowić prawnej podstawy emisji takich papierów. CRR jedynie statuuje, jakie warunki muszą być spełnione, aby dany papier wartościowy zaliczyć do AT1. Do takich warunków należą m.in. możliwość konwersji lub umorzenie kwoty głównej instrumentu. Możliwość tworzenia instrumentów tu opisanych pozostawiona jest prawodawstwu krajowemu. W Polsce najwłaściwszym aktem prawnym w tym zakresie wydaje się ObIU. W celu stworzenia ram prawnych dla emisji hybrydowych instrumentów kapitałowych AT1 CoCos należy przede wszystkim wprowadzić w ObIU nowy rodzaj obligacji – obligację przymusowo zamienną. Obligacja przymusowo zamienna powinna inkorporować obowiązek objęcia przez obligatariusza akcji nowej emisji, emitowanej w miejsce umarzonej obligacji przymusowo zamiennnej, w razie zajścia określonego w CRR zdarzenia inicjującego. Należy ponadto wprowadzić do ObIU osobną instytucję prawną – przymusowe umorzenie obligacji w razie zajścia okre-

ślonego w CRR zdarzenia inicjującego. Instytucja ta znajdzie zastosowanie wobec hybrydowych instrumentów kapitałowych AT1 niebędących obligacjami przymusowo zamiennymi. W OblU prawie brakuje również przepisu umożliwiającego dwustopniowe podporządkowanie obligacji oraz zastrzeżenia, że wypłata kuponu jest możliwa wyłącznie z określonych środków bilansowych banku-emitenta.

Należy stwierdzić, że współcześnie banki w Polsce mają bardzo ograniczoną zdolność emisyjną w zakresie instrumentów kapitałowych podlegających procedurze przymusowego umorzenia lub konwersji. Niestworzenie ram prawnych w Polsce dla emisji CoCos oznacza niepełną implementację dyrektywy BRRD w zakresie umorzenia stosownych instrumentów kapitałowych lub ich konwersji na instrumenty właścicielskie.

Streszczenie

Instrumenty typu *contingent convertible* (CoCo) są pierwszą w pełni funkcjonującą realizacją koncepcji papieru hybrydowego o własnościach absorpcji strat z punktu widzenia emitenta. Papiery tego typu mogą być emitowane przez banki, przy czym, zgodnie z rozporządzeniem CRR (*Capital Requirements Regulation*) w określonych przypadkach CoCos, mogą być zaliczane do kapitałów Additional Tier 1 (AT1) oraz Tier 2 (T2). Na mocy dyrektywy *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD) organy ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji mają uprawnienia do umorzenia stosownych instrumentów kapitałowych lub ich konwersji na instrumenty właścicielskie instytucji podlegających reżimowi BRRD (mechanizm *bail-in*). Dla celu pełnej implementacji mechanizmu *bail-in* należy w krajowym porządku prawnym stworzyć ramy umożliwiające kreację papierów wartościowych mogących być zaliczanymi przez banki-emitentów do kapitałów AT1 na podstawie rozporządzenia CRR. W obecnym stanie prawnym banki w Polsce nie są w stanie emitować papierów AT1 CoCos. Niestety, sytuacja w tym zakresie nie ulegnie zmianie po przyjęciu projektowanej ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji, która wykonuje dyrektywę BRRD.

Słowa kluczowe: *contingent convertibles*, CoCos, CRR, BRRD, *bail-in*, Additional Tier 1, AT 1

Abstract

The new generation of AT1 instruments commonly referred to as contingent convertibles, or CoCos, embed a unique feature of contingent conversion into

common equity or mandatory write-down of principal value. This unique feature provides to the CoCo bonds the loss-absorption capacity on a going-concern basis, a regulatory goal that seems not to have been effectively implemented under the pre-crisis legal framework of tier-based capital structures. The use of CoCos for bank recovery and resolution purposes is a vital element of Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) legal framework and is discussed in detail in this article. The main problem stated in the article is that Poland has so far not introduced into its legal regime an instrument enabling issuing AT1 bonds. This may seriously hamper the process of full and consistent implementation of BRRD into Polish law.

Key words: contingent convertibles, CoCos, CRR, BRRD, bail-in, Additional Tier 1, AT 1

Bibliografia

- Admati A., Hellwig M., *The Bankers' New Clothes. What's Wrong with Banking and What to Do About It*, Princeton University Press, 2013.
- Bauer D., Kramer F., *The Risk of a Mortality Catastrophe*, Working paper ma zostać opublikowany w: „Journal of Business & Economic Statistics”, 2015.
- Berle A.A. Jr., *Participating Preferred Stock*, Columbia Law Review, Vol. 26, No. 3 (Mar. 1926).
- Blundell-Wignall A., Atkinson P., Roulet C., *Bank business models and the Basel system: Complexity and interconnectedness*, „OECD Journal: Financial Market Trends” 2013, Vol. 2, <http://dx.doi.org/10.1787/fmt-2013-5jzb2rhkd65b>
- Blundell-Wignall A., Roulet C., *Bank Business Models, Capital Rules and Structural Separation Policies*, „Journal of Financial Economic Policy”, 5(4) (2013): 339–360. doi:<http://dx.doi.org/10.1108/JFEP-06-2013-0025>
- Bolton P., Samama F., *Capital access bonds: Contingent capital with an option to convert*, „Economic Policy”, kwiecień 2012.
- Buergi M.P.H., *Pricing contingent convertibles: A general framework for application in practice*, „Financial Markets and Portfolio Management” 2013, Vol. 27(1), doi: <http://dx.doi.org/10.1007/s11408-012-0203-4>
- De Spiegeleer J., van Hulle C., Schoutens W., *The Handbook of Hybrid Securities: Convertible bonds, coco bonds and bail-in*, Wiley Finance Series, London 2014.
- Distress-Contingent Convertible Bonds: A proposed solution to the Excess Debt Problem*, „Harvard Law Review” 1991, Vol. 104, nr 8.
- Flannery M.J., *No pain, no gain? Effecting market discipline via „reverse convertible debentures”*, Technical report, Graduate School of Business and Administration, University of Florida, November 2002.

- Haldane A., *We should Go Further Unbundling Banks*. *FT.Com*, 2012. Retrieved from <http://search.proquest.com/docview/1081920328?accountid=45618>
- Iwanicz Drozdowska M. (red.), *Restrukturyzacja banków w Unii Europejskiej w czasie globalnego kryzysu finansowego*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2015.
- Lakdawalla D., Zanjani G., *Catastrophe Bonds, Reinsurance, and the Optimal Collateralization of Risk-Transfer*, NBER Working Paper No. 12742, grudzień 2006.
- Lee J.-P., Yu M.-T., *Valuation of catastrophe reinsurance with catastrophe bonds*, „Insurance: Mathematics and Economics” 41 (2007).
- Liberadzki K., Liberadzki M., *Hybrid securities. Structuring, Pricing and Risk Assessment*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, New York 2015.
- Liberadzki K., Liberadzki M., *Konstrukcja, Zasady emisji i wycena hybrydowych papierów wartościowych na eurorynku*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2016.
- Liberadzki M., *Облигации с высоким риском – предложения по структуризации сделок для Восточной Европы*, „Roczniki Ekonomii i Zarządzania”, t. 6, nr 42, TN KUL, Lublin 2014.
- Marquardt C., Wiedman C., *Earnings Management through Transaction Structuring: Contingent Convertible Debt and Diluted Earnings per Share*, „Journal of Accounting Research”, Vol. 43, No. 2, May 2005.
- Ostaszewski J. (red.), *Finanse*, Difin, wydanie 6, Warszawa 2013.
- Rieger M.O., *Why Do Investors Buy Bad Financial Products? Probability Misestimation Preferences in Financial Decisions*, „The Journal of Behavioral Finance”, 2012, nr 13.
- Szczepańska O., Dobrzańska A., Zdanowicz B., *Resolution, czyli nowe podejście do banków zagrożonych upadłością*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2015.