

Kamil Liberadzki*
ORCID: 0000-0001-7674-0724
kliber@sgh.waw.pl

Marcin Liberadzki**
ORCID: 0000-0001-8236-004X
mliber@sgh.waw.pl

Absorpcja strat przez obligacje kapitałowe RT1 CoCos, Tier 2 i Tier 3 na gruncie Solvency II oraz IRRD

Streszczenie

W artykule omówiono zastosowanie obligacji kapitałowych RT1, Tier 2 i Tier 3 jako narzędzi absorpcji strat zakładów ubezpieczeń. Właściwości RT1 CoCos (*contingent convertibles*) w zakresie pochłaniania strat emitenta różnią się na gruncie Solvency II oraz projektu dyrektywy IRRD. Wyznaczono *point of non-viability* (PONV) i porównano go z kontraktowym poziomem zdarzenia inicjującego przymusowe umorzenie/zamianę na akcje obligacji kapitałowych RT1 CoCos w różnych scenariuszach przekroczenia wymogu kapitałowego wypłacalności. Okazuje się, że kontraktowy mechanizm absorpcji strat aktywuje się zanim zakład osiąga PONV, co świadczy że RT1 CoCos pochłaniają straty w trakcie prowadzenia działalności zakładu.

Słowa kluczowe: IRRD, *resolution*, Solvency II, obligacje kapitałowe, CoCos, Restricted Tier 1, RT1

Kody JEL: G22, G28

Loss absorption by capital instruments RT1 CoCos, Tier 2 and Tier 3 on the grounds of Solvency II and IRRD

Abstract

The paper treats on loss absorbing capacity of issuers' RT1, Tier 2 and Tier 3 subordinated debt. The Solvency II loss absorbing capacity of RT1 CoCos (*contingent convertibles*) varies from that of IRRD proposal. The main objective was to set the insurer's *point of non-viability*

* Kamil Liberadzki, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

** Marcin Liberadzki, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

(PONV) and then compare it to RT's contractual trigger event in various scenarios of breaching Solvency II capital requirements. It turns out that contractual trigger is activated prior to reaching the PONV, so one may conclude that RT1s absorb losses on a going concern basis.

Key words: IRRD, resolution, Solvency II, capital instruments, CoCos, Restricted Tier 1, RT1

JEL Codes: G22, G28

Wstęp

9 marca 2023 r. Sejm uchwalił nowelizację ustawy o obligacjach, umożliwiającą emisję tzw. obligacji kapitałowych przez krajowe zakłady ubezpieczeń i reasekuracji. Niedługo będą one mogły emitować na prawie polskim hybrydowe papiery *contingent convertibles* (CoCos) zaliczane do środków własnych kategorii pierwszej RT1 (*Restricted Tier 1*), tak jak od niedawna ich odpowiedniki w Europie Zachodniej. O początku rynku RT1 CoCos można mówić w 2016 r., kiedy Gjensidige Forsikring wyemitował jako pierwszy europejski zakład ubezpieczeń RT1 denominowane w koronach norweskich. Zaraz potem w jego ślady poszły RSA i holenderski ASR z pierwszą emisją RT1 w euro. Papiery te zawierają unikalny w warunkach polskich mechanizm absorpcji strat na zasadzie *going concern*, tj. w trakcie normalnego funkcjonowania emitenta, bez konieczności wszczęcia postępowania restrukturyzacyjnego czy upadłościowego. W przypadku wystąpienia zdarzenia inicjującego w postaci naruszenia wymogów kapitałowych Solvency II (Wypłacalność II), obligacje podlegają obligatoryjnej konwersji na akcje emitenta (*contingent conversion*) lub umorzeniu w części lub całości ich wartości nominalnej (*temporary/partial i full/permanent write-down*). Ponadto, te instrumenty są głęboko podporządkowane¹, wieczyste (choć wyposażone w opcję call), z możliwością przełożenia płatności kuponowej i resetu kuponu.

W tym samym czasie, w Unii Europejskiej trwają zaawansowane prace nad dyrektywą ustanawiającą ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji, zwaną IRRD (*insurance and reinsurance undertakings recovery and resolution directive*). Dyrektywa ta przewiduje znane w przypadku *resolution* banków uprawnienie organu ds. przymusowej restrukturyzacji do umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych, w tym RT1 CoCos, który organ ds. przymusowej restrukturyzacji powinien zastosować w sytuacji „utruty rentowności” instytucji, a więc w punkcie, który określa się mianem *point of non-viability* (PONV). W ten sposób nachodzą się na siebie dwa porządki: istniejący Solvency II, ale dopiero teraz dopełniany w Polsce ze względu na finalizowanie prac umożliwiających krajowym zakładom emisję CoCos, z nadchodzącym porządkiem IRRD. Niniejszy artykuł pokazuje, jak te dwa porządki się przenikają, jeżeli chodzi o instrumenty i zasady absorpcji strat na zasadzie *going concern*. W szczególności, sta-

¹ Tzn. są podporządkowane względem wszelkich zobowiązań emitenta – por. pkt 3.1.1. opisujący właściwości RT1.

ramy się odpowiedzieć na pytanie czy taka absorpcja w pierwszej kolejności odbędzie się na zasadach Solvency II, czy IRRD. Celem artykułu jest określenie poziomu środków własnych zakładu równoznacznych z osiągnięciem PONV na gruncie IRRD i porównanie go z poziomem środków własnych określających wystąpienie zdarzenia inicjującego umorzenie/zamianę na akcje papierów RT1 CoCos na podstawie przepisów Solvency II (tzw. „kontraktowym” poziomem, bo musi zostać ujawniony w warunkach emisji instrumentu). W szczególności, chcemy określić na gruncie obowiązujących przepisów Solvency II i planowanych IRRD, który mechanizm absorpcji strat włączy się jako pierwszy: kontraktowy RT1 CoCos czy ten w postaci decyzji organu ds. przymusowej restrukturyzacji, kiedy osiągnięty zostanie PONV. Stawiamy tezę, że kontraktowy poziom zdarzenia inicjującego usytuowany jest powyżej PONV, bo RT1 CoCos zgodnie z intencją Solvency II mają być instrumentem *going concern*, a więc umożliwiającym automatyczną rekapitalizację emitenta, bez ingerencji organu ds. *resolution*.

1. Problematyka badawcza i przegląd literatury

Miarą jakości poszczególnych kategorii środków własnych ma być zdolność do absorbowania strat ponoszonych przez ubezpieczyciela zarówno w trakcie jego działalności, jak i w razie ogłoszenia upadłości. W pierwszym przypadku pochłanianie strat jest osiągane przede wszystkim w wyniku niewypłacenia dywidendy. W przypadku obligacji hybrydowych taki sam efekt absorpcji osiąga się poprzez anulowanie wypłaty kuponu (*non-cumulative coupon deferral*). Innym narzędziem absorpcji strat jest konwersja obligacji hybrydowych na akcje zwykłe lub częściowe (a nawet całkowite) umorzenie ich wartości nominalnej. Taka ich właściwość jest warunkiem koniecznym do zakwalifikowania dopuszczonych środków własnych do kategorii 1. Również w razie ogłoszenia upadłości akcje zwykłe wykazują największą zdolność do absorbowania strat, gdyż roszczenia akcjonariuszy z tytułu udziału w masy majątkowej likwidowanej spółki zaspokajane są dopiero po zaspokojeniu roszczeń wszystkich pozostałych wierzycieli, w tym posiadaczy obligacji. Podobnie rzecz ma się z obligacjami podporządkowanymi (*subordinated bonds*), które zaspokajane są dopiero po spłacie wszelkich innych zobowiązań.

W przypadku instrumentów CoCos kluczowe zagadnienie stanowi określenie rodzaju zdarzenia inicjującego cały opisany mechanizm absorpcji strat oraz wyznaczenie odpowiednich poziomów kapitału regulacyjnego emitenta (podmiotu regulowanego – banku lub ubezpieczyciela), których przekroczenie traktuje się jako zdarzenie inicjujące (*trigger event*) (Jaworski, Liberadzki 2017). CoCos pojawiły się jako pierwsze w świecie bankowości w 2014 r. w związku z przyjęciem rozporządzenia CRR (*Capital Requirements Regulation*)², które jest tym z punktu widzenia kształtowa-

² 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.

nia wymogów kapitałowych banków w UE, czym Rozporządzenie 2015/35 jest dla zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji³. Zgodnie z przepisem art. 92 CRR instytucje kredytowe mogą wypełnić za pomocą instrumentów CoCos tzw. dodatkowy kapitał klasy 1 (*Additional Tier 1*, AT1). Odpowiednikiem AT1 CoCos w świecie regulacji kapitałowych ubezpieczycieli są RT1 (*Restricted Tier 1*) CoCos, które wykazują bardzo wiele podobieństw do papierów AT1 (Liberadzki, Liberadzki 2016a). Ze względu na fakt, że badania dotyczące papierów wartościowych RT1 CoCos prezentowane w istniejącej literaturze są ograniczone, podjęliśmy się ich analizy jako pierwsi autorzy w Polsce (Liberadzki, Liberadzki 2016a, 2019). Charakterystyka tych instrumentów, a także obligacji Tier 2 i Tier 3 ubezpieczycieli, dokonana w niniejszym artykule, stanowi dalsze uzupełnienie istotnej luki badawczej. Nowelizacja ustawy o obligacjach umożliwi emisję RT1 CoCos przez ubezpieczycieli, choć już w 2016 r. postawiliśmy tezę, że wówczas obowiązujące przepisy krajowe zawierały zręby unormowań dopuszczających konstrukcję obligacji typu CoCo, przynajmniej jeśli chodzi o emitentów bankowych (Liberadzki, Liberadzki 2016b).

W 2015 r. weszła w życie dyrektywa BRRD (*Banks' Recovery and Resolution Directive*)⁴, na której w bardzo istotnym stopniu wzoruje się projekt IRRD (Dobrzańska 2022). IRRD ma dokonać tego, co dokonał BRRD od 2015 r. w świecie bankowości, mianowicie wprowadzić całkowicie nowy pokryzysowy (mowa tu o kryzysie finansowym 2007–2009) porządek przymusowej restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, tzw. *resolution* (w Polsce określanej jako przymusowa restrukturyzacja). Reżim BRRD nakłada się na CRR m.in. w tym aspekcie, że przymusowa konwersja lub umorzenie instrumentów kapitałowych banku, w tym AT1 CoCos, może nastąpić niezależnie od wystąpienia zdarzenia inicjującego określonego w warunkach emisji takiego instrumentu (a więc tzw. kontraktowego), lecz na samej tylko podstawie decyzji organu ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w sytuacji „utrąty rentowności” instytucji, a więc w punkcie, który określa się mianem *point of non-viability* (PONV). Ponieważ taką decyzję organu ds. *resolution* wywołuje wiele przesłanek określonych w BRRD, to wyzwanie stanowi wyznaczenie poziomów kapitału regulacyjnego banku, dla których zajdą odpowiednie działania nadzorcze i organu ds. *resolution*. Skoro dualizm CRR / BRRD zostanie niebawem odwzorowany w postaci tandemu: pakiet Solvency II / IRRD, warto sięgnąć do dorobku badawczego w obszarze doświadczeń sektora bankowego w tym zakresie. Badania podążały w kierunku wyznaczenia poziomu PONV, opartego na licznych doświadczeniach procesów *resolution* banków w UE i na podstawie analizy przepisów (Jaworski et al. 2019; Liberadzki, Liberadzki 2019) oraz próby implikowania PONV na podstawie rynkowych kwotowań cen i zmienności bankowych instrumentów podlegających absorpcji strat (de Spiegeleer et al. 2017; Marquet 2017). Okazuje się, że poziom funduszy własnych banku, po osiągnięciu którego aktywuje się kontrakto-

³ W zasadzie, pojedyncze emisje CoCos przez banki miały miejsce od 2009 r., ale o powstaniu prawdziwego rynku tych papierów można mówić od 2014 r. po przyjęciu CRR.

⁴ 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.

wy mechanizm inicjujący umorzenie/zamianę AT1 CoCos, ma niewielkie znaczenie praktyczne, gdyż znajduje się poniżej PONV (Jaworski et al. 2019; Liberadzki, Liberadzki 2019; de Spiegeleer et al. 2017). Można sformułować zarzut, że instrumenty AT1 znajdują zastosowanie dopiero w przypadku trudnej sytuacji finansowej banku, zamiast służyć absorpcji strat w trakcie normalnego funkcjonowania (Deutsche Bundesbank 2018). Co więcej, w przeprowadzonych dotychczas postępowaniach *resolution* banków, administracyjne umorzenie lub konwersja bankowych instrumentów kapitałowych obejmowało wszystkie składniki kapitałów banków, a więc także nadrzędne wobec AT1 obligacje Tier 2, stawiając ich walor prawnego uprzywilejowania pod znakiem zapytania (Liberadzki, Liberadzki 2019). Okazuje się też, że w praktyce dotychczasowych bankowych postępowań *resolution*, instrument umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych nie był stosowany samodzielnie, ale towarzyszyło mu zastosowanie co najmniej jednego z narzędzi w ramach restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (Liberadzki, Liberadzki 2019; Kowalski 2018).

Wyżej zarysowaną problematykę przenosimy na grunt sektora ubezpieczeniowego, tj. badamy, jak kształtuje się kontraktowy *trigger* papierów RT1 CoCos, względem PONV na gruncie IRRD, w szczególności chcemy określić na gruncie obowiązujących przepisów Solvency II i planowanych IRRD, który mechanizm absorpcji strat zostanie uruchomiony jako pierwszy: kontraktowy RT1 CoCos (co byłoby pożądane) czy ten w postaci decyzji organu ds. *resolution*, kiedy osiągnięty zostanie PONV.

Rozważania dokonane w niniejszej publikacji są unikatowe i według naszej najlepszej wiedzy, jeszcze w literaturze nie podejmowane. Co prawda, w swoim artykule opublikowanym w czasopiśmie „Bezpieczny Bank” Dobrzańska (2022) porównuje IRRD z BRRD w zakresie celów i warunków wszczęcia *resolution*, jego narzędzi i finansowaniu, ale podejmowaną przez nas analizę PONV i zestawienie mechanizmów absorpcji strat w Solvency II i IRRD należy traktować jako komplementarną, bo podnoszącą zagadnienia nie opisywane we wspomnianej publikacji.

W pracy korzystamy z wersji propozycji IRRD z dnia 22 września 2021 r. (COM(2021) 582 final 2021/0296(COD)).

2. Struktura kapitałowa zakładów według dyrektywy Solvency II (Wypłacalność II)

Dyrektywa Solvency II⁵ (dalej: „Dyrektywa”) nakłada na zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji obowiązek utrzymywania odpowiednich wartości dopuszczalnych środków własnych podstawowych i uzupełniających podzielonych na trzy kategorie (tiers): Tier 1 (T1), Tier 2 (T2) oraz Tier 3 (T3). Zgodnie z art. 93 ust. 1

⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłacalność II) w brzmieniu ustalonym Dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/51/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r.

Dyrektywy klasyfikacja „zależy od tego, czy należą one do podstawowych środków własnych, czy do uzupełniających środków własnych, a także od tego, w jakim zakresie charakteryzują się (i) stałą dostępnością⁶ i (ii) podporządkowaniem⁷. Główne kryteria klasyfikacji środków własnych pomiędzy poszczególne kategorie nie są ostre, gdyż zależą od tego, czy cechy jakościowe są spełnione „w znacznym stopniu” (art. 94 ust. 1 Dyrektywy).

Na podstawie art. 82 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2015/35⁸ dopuszczone środki własne Tier 1 będą musiały być równe co najmniej 50% wymogów kapitałowych SCR (*Solvency Capital Requirements*). Akcje i rezerwy muszą tworzyć 80% środków własnych T1, co oznacza, że instrumenty hybrydowe T1 mogą wypełnić nie więcej niż 20% środków własnych tej kategorii. Z uwagi na tę „restrykcję” instrumenty hybrydowe zaliczane do Tier 1 określa się mianem *Restricted Tier 1* (RT1). Jeżeli ubezpieczyciel dokonał emisji obligacji hybrydowych kwalifikowanych do T1 w wyższej wartości, to nadwyżka ta jest zaliczana do uzupełniających pozycji T2 (*Ancillary T2*). Pozostałe 50% SCR może składać się z kwalifikowalnych instrumentów T2 i T3, przy czym dług podporządkowany kwalifikowany jako T3 może stanowić nie więcej niż 15% SCR.

Ponadto, w Dyrektywie stosuje się pojęcie minimalnych wymogów kapitałowych (*Minimal Capital Requirements – MCR*), które w 80% muszą zostać pokryte za pomocą akcji zwykłych i rezerw, w pozostałym zaś zakresie – instrumentami hybrydowymi T1 oraz środkami T2. Nie jest możliwe natomiast pokrywanie MCR z użyciem instrumentów T3.

Wysokości dopuszczonych środków własnych zakładu ubezpieczeń i zakładu reasekuracji poszczególnych kategorii środków własnych na pokrycie wymogów kapitałowych SCR i MCR przedstawia rysunek 1.

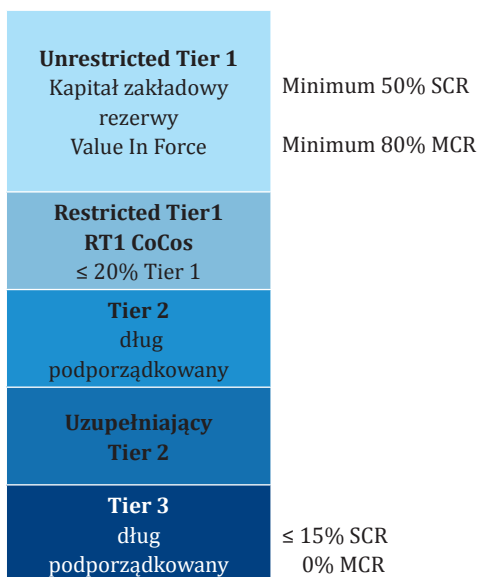
Trzy kategorie środków własnych kształtują parametry trzech typów obligacji: RT1, T2 i T3, które zostaną przedstawione szerzej w kolejnych punktach.

⁶ „Stać dostępność” oznacza, że pozycja jest dostępna lub można wezwać do jej opłacenia w celu pełnego pokrycia strat w przypadku kontynuowania działalności oraz likwidacji.

⁷ „Podporządkowanie” oznacza, że w przypadku likwidacji całkowita kwota pozycji może służyć do pokrycia strat, a ponadto odmawia się spłaty pozycji jej posiadaczowi do czasu wypełnienia wszystkich innych zobowiązań, w tym zobowiązań ubezpieczeniowych i reasekuracyjnych wobec ubezpieczających i beneficjentów umów ubezpieczenia i umów reasekuracji.

⁸ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2015/35 z dnia 10 października 2014 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej.

Rysunek 1. Pokrycie SCR i MCR dopuszczonymi środkami własnymi



Źródło: Liberadzki i Liberadzki (2019).

3. Mechanizm absorpcji strat na gruncie Solvency II

3.1. Instrumenty RT1 CoCos (Restricted Tier 1 CoCos)

3.1.1. Kontraktowy mechanizm absorpcji strat

Art. 82 ust. 3 Rozporządzenia 2015/35 stanowi, że do 20% wartości środków własnych (*basic own funds*) kategorii pierwszej, tj. Tier 1 mogą stanowić opłacone zobowiązania podporządkowane (*paid-in subordinated liabilities*), o ile mają wszystkie cechy wymienione w art. 71 Rozporządzenia 2015/35. Instrumenty hybrydowe, które można zakwalifikować do T1, muszą być w pełni dostępne i opłacone, wieczyste, podporządkowane względem wszelkich zobowiązań emitenta oraz pozbawione jakichkolwiek klauzul stanowiących zachętę do ich wcześniejszego wykupu (w szczególności mechanizmu *coupon step-up*). Przedterminowy wykup nie może nastąpić wcześniej niż po upływie pięciu lat od emisji i wyłącznie po wcześniejszej zgodzie nadzorca. Zgody takiej wymaga również wcześniejsze umorzenie obligacji, które jest dodatkowo niemożliwe w razie naruszenia przez emitenta wymogów kapitałowych, jak również w przypadku, gdyby dopiero wcześniejsze umorzenie obligacji skutkowało takim naruszeniem.

Emitent zachowuje przez cały czas pełną uznaniowość w zakresie wstrzymywania wypłat przez nieograniczony czas oraz na zasadzie niekumulatywnej (*non-cumu-*

lative deferral), może bez ograniczeń wykorzystywać środki z wstrzymanych płatności do zaspokajania swoich wymagalnych zobowiązań, zaś sama wypłata może zostać dokonana jedynie ze środków kwalifikowanych na potrzeby wypłaty dywidendy. Natomiast, w odróżnieniu od AT1 CoCos emitentów bankowych, brak jest ograniczeń wypłaty w postaci kalkulacji maksymalnych kwot podlegających podziałowi (tzw. MDA⁹). Naruszenie przez emitenta wymogów kapitałowych oznacza obligatoryjne anulowanie wypłaty danego kuponu. Niedozwolone są również mechanizmy typu *dividend pusher* i *dividend stopper*, przez co wypłata dywidendy akcjonariuszom (lub jej brak) nie pociąga za sobą żadnych konsekwencji w zakresie wypłaty kuponu posiadaczom instrumentów RT1.

3.1.2. Zdarzenia inicjujące uruchomienie mechanizmu absorpcji strat

Kwota nominalna lub kwota główna pozycji podstawowych środków własnych (*basic own funds*) pokrywa straty w przypadku wystąpienia zdarzenia inicjującego, stanowiącego „istotną niezgodność z kapitałowym wymogiem wypłacalności”. Zdolności do pokrycia strat wynikającej z wstrzymania lub zmniejszenia wypłat nie należy uważać za wystarczającą do uznania za główny mechanizm pokrywania strat¹⁰. W przypadku wystąpienia zdarzenia inicjującego w postaci naruszenia wymogów kapitałowych Solvency II obligacje podlegają obligatoryjnej konwersji na akcje emitenta (*contingent conversion*) lub tymczasowemu umorzeniu części lub permanentnemu całości ich wartości nominalnej (*temporary/partial* i *full/permanent write-down*). Tej właściwości zawdzięczają przyporządkowanie do nowej kategorii instrumentów, zwanych *contingent convertibles* (CoCos).

Kiedy zdarzenie inicjujące stanowi istotną niezgodność z kapitałowym wymogiem wypłacalności? Na podstawie art. 71 lit. p) Rozporządzenia 2015/35 niezgodność z kapitałowym wymogiem wypłacalności (SCR) uważa się za istotną, jeśli został spełniony dowolny z następujących warunków:

- kwota pozycji środków własnych dopuszczonych (*eligible own funds*) na pokrycie SCR jest równa 75% SCR lub niższa,
- kwota pozycji środków własnych dopuszczonych na pokrycie minimalnego wymogu kapitałowego (MCR) jest równa wartości MCR lub niższa,
- zgodność z SCR nie zostanie przywrócona w ciągu trzech miesięcy, licząc od daty stwierdzenia po raz pierwszy niezgodności z kapitałowym wymogiem wypłacalności. W praktyce, w warunkach emisji RT1 przyjmuje się, że zdarzenie inicjujące zachodzi, kiedy w ciągu trzech miesięcy środki własne w stosunku do SCR zawierają się w przedziale (75; 100).

⁹ *Maximum Distributable Amount* – maksymalna kwota możliwa do wypłaty akcjonariuszom i posiadaczom instrumentów AT1 zgodnie z przepisem art. 141 CRD IV, Dyrektywy 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.

¹⁰ Art. 71 lit. o) Rozporządzenia 2015/35.

3.2. Instrumenty hybrydowe Tier 2

Obligacje kwalifikowane do T2 muszą być podporządkowane względem pozostałych zobowiązań emitenta, w tym – co szczególnie istotne – wobec zobowiązań z tytułu polis ubezpieczeniowych. Kolejną konsekwencją tej okoliczności jest najistotniejsza różnica pomiędzy instrumentami T2 a opisywanymi wcześniej instrumentami T1: obligacje te nie muszą być wieczyste, wystarczy, aby ich zapadalność była „wystarczająca”. Kryterium to jest spełnione wtedy, kiedy okres zapadalności jest odpowiednio dłuższy niż średnia długość zobowiązań wynikających z zawartych umów ubezpieczenia lub reasekuracji. Przepis art. 93(2) Dyrektywy stosuje w tym wypadku pojęcie „zapadalności względnej” (*relative duration*). Czynnikiem taki odróżnia te instrumenty również od instrumentów klasyfikowanych jako Tier 2 na potrzeby Rozporządzenia CRR. Minimalna zapadalność obligacji hybrydowych nie może być jednak krótsza niż 10 lat¹¹.

Podobnie jak w przypadku instrumentów T1, opcja call może zostać wykonana najwcześniej po upływie 5 lat od emisji obligacji i jedynie po uprzednim uzyskaniu odpowiedniej zgody nadzorca. Zgody takiej wymaga również wcześniejsze umorzenie obligacji, które jest niemożliwe w przypadku naruszenia wymogów kapitałowych Solvency II. W pozostałym zakresie wymagania stawiane instrumentom T2 są bardziej liberalne: po 10 latach od emisji możliwe jest podwyższenie wartości kuponu (*step-up*) o 100 bp, a naruszenie wymogów kapitałowych nie powoduje automatycznej konwersji czy umorzenia obligacji. Wyraźnie korzystniejsze dla inwestorów są również wymogi związane z wypłatą kuponu: emitentowi nie przysługuje już bezwzględnie dyskrecyjne uprawnienie do anulowania wypłaty kuponu, który może być skonstruowany jedynie jako możliwy do opóźnienia (*cash-cumulative deferral*). Ponadto możliwe jest wprowadzenie mechanizmów typu *dividend pusher* i *dividend stopper*, co zwiększa atrakcyjność instrumentu dla inwestorów. Co więcej, naruszenie przez emitenta wymogu SCR nie powoduje anulowania wypłaty kuponu, lecz jedynie jej opóźnienie. To odróżnia T2 ubezpieczycieli od T2 banków, w których nie ma możliwości przekładania płatności kuponowych przez emitenta.

Jak wskazano w pkt. 2, T2 może również zostać pokryty za pomocą nadwyżki obligacji hybrydowych kwalifikowanych do T1. Instrumenty te traktowane są wówczas jako dodatkowe środki własne Tier 2 (*Ancillary Tier 2*)¹².

3.3. Instrumenty hybrydowe Tier 3

W odróżnieniu od Rozporządzenia CRR, Solvency II wprowadza pozycje Tier 3, które mogą wypełnić do 15% SCR zakładu, przy czym T2 i T3 nie mogą łącznie przekroczyć 50% SCR zakładu (por. rys. 1). Na środki własne T3 mają składać się

¹¹ Art. 73 ust. 4 Rozporządzenia 2015/35.

¹² Takie dodatkowe środki mogą również składać się z wskazanych powyżej dodatkowych świadczeń członków towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych, akredytyw i gwarancji, pod warunkiem że cechują się one zdolnością do absorbowania strat.

pozostałe instrumenty finansowe, tj. te, które nie spełniają kryteriów zaliczenia do T1 ani T2¹³. Instrumenty T3 mogą być podporządkowane wobec T2 lub z nimi równorzędne. Zapadalność takich instrumentów nie może być krótsza niż 5 lat, a wcześniejszy wykup przez emitenta jest możliwy wyłącznie po uzyskaniu zgody nadzorca. Ponadto, w przypadku naruszenia przez emitenta wymogów MCR (a nie – jak w przypadku instrumentów T2 – SCR) ma dojść do przymusowego opóźnienia wypłaty kuponu.

Jakkolwiek w przypadku wymogów kapitałowych banków nie występują instrumenty Tier 3, to w jakimś sensie obligacje Tier 3 mogą być porównywane do bankowych obligacji nadrzędnych nieuprzywilejowanych, tzw. *senior non-preferreds*, będących „produktem” Dyrektywy BRRD.

4. Mechanizm absorpcji strat w IRRD

4.1. Umorzenie lub konwersja odpowiednich instrumentów kapitałowych

Instrumenty T1 (zarówno *unrestricted*, jak i *restricted*) mają pokrywać straty zakładu na zasadzie *going concern*, tj. przed likwidacją lub wszczęciem procesu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*resolution*), umożliwiając ubezpieczycielowi kontynuację działalności¹⁴. Instrumenty T2 i T3, pozbawione mechanizmu warunkowego umorzenia/ zamiany na akcje oraz (co do zasady) *coupon deferral*, służą absorpcji strat na zasadzie *gone concern*, tj. po wszczęciu postępowania upadłościowego lub *resolution*.

Instrumenty T1, T2 i T3 w porządku IRRD to „odpowiednie instrumenty kapitałowe”¹⁵, które powinny „w pełni” pokrywać straty aż do całkowitego umorzenia tych instrumentów lub ich zamiany na instrumenty w T1 „w momencie utraty rentowności i przed podjęciem wszelkich działań w ramach restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji” (motyw 51 Preambuły IRRD), a więc mają absorbować straty emitenta na zasadzie *going concern*. W tym miejscu zbiegają się dwa porządki: Solvency II oraz IRRD, wzajemnie oddziałując na siebie. Odnośnie instrumentów RT1, automatyczna (tzw. „kontraktowa”, bo sformułowana przez warunki emisji obligacji) rekaptalizacja przewidziana w Rozporządzeniu 2015/35, w IRRD zostaje zastąpiona decyzją organu ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, który w swym działaniu nie jest bynajmniej związany warunkami emisji instrumentu. Może zdarzyć się tak, że papier RT1 z kontraktowym mechanizmem zamiany na akcje zostanie umorzony na mocy decyzji organu ds. *resolution*. Moment „utraty rentowności” należy rozumieć jako moment, w którym organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji stwierdza, że zakład ubezpieczeń lub zakład reasekuracji spełnia warunki uruchomienia procedury *resolution*, albo moment, w którym organ ds. *re-*

¹³ Art. 94 ust. 3 Dyrektywy 2009/138/WE.

¹⁴ Por. motyw 29 Rozporządzenia 2015/35.

¹⁵ Art. 2 pkt 55 IRRD.

resolution podejmuje decyzję, że zakład utraciłby „rentowność” (*is no longer viable*)¹⁶, gdyby te instrumenty kapitałowe nie zostały umorzone lub nie uległy konwersji¹⁷.

Art. 19 IRRD przewiduje wszczęcie procedury *resolution*, jeżeli spełnione są łącznie trzy warunki:

- a) organ nadzoru lub organ ds. *resolution* stwierdza, że zakład ubezpieczeń lub zakład reasekuracji znajduje się na progu upadłości lub jest zagrożony upadłością (*failing or likely to fail*, FOLTF);
- b) nie istnieje rozsądne prawdopodobieństwo, by jakiegokolwiek alternatywne środki sektora prywatnego lub działania nadzorcze, w tym środki zapobiegawcze i naprawcze (tzw. *recovery*), mogły w rozsądnym czasie zapobiec upadłości zakładu;
- c) działanie w ramach restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji jest konieczne z punktu widzenia interesu publicznego.

Projekt IRRD precyzuje pierwszą przesłankę wszczęcia *resolution*, wskazując cztery sytuacje, w których ubezpieczyciel może być uznany, że znajduje się na progu upadłości lub jest zagrożony upadłością (FOLTF):

- a) zakład narusza MCR lub istnieje prawdopodobieństwo naruszenia tego wymogu i nie ma uzasadnionych perspektyw przywrócenia zgodności;
- b) zakład przestał spełniać warunki uzyskania zezwolenia lub poważnie narusza swoje zobowiązania wynikające z przepisów ustawowych i wykonawczych, którym podlega, lub istnieją obiektywne przesłanki na poparcie stwierdzenia, że w niedalekiej przyszłości zakład poważnie naruszy swoje zobowiązania w sposób uzasadniający cofnięcie zezwolenia;
- c) zakład nie jest w stanie spłacić swoich długów lub wywiązać się z innych zobowiązań, w tym wymaganych płatności na rzecz ubezpieczających lub osób uprawnionych w terminie wymagalności, lub istnieją obiektywne przesłanki na poparcie stwierdzenia, że w najbliższej przyszłości zakład ten znajdzie się w takiej sytuacji;
- d) konieczne jest nadzwyczajne publiczne wsparcie finansowe.

Zapisy motywu 51 Preambuły IRRD zostają skonkretyzowane w art. 26 ust. 2 IRRD, który stanowi, że na wypadek gdyby *resolution* spowodowała by poniesienie strat przez wierzycieli, w szczególności ubezpieczających, lub skutkowałyby restrukturyzacją lub konwersją ich roszczeń, organ ds. *resolution* wykonuje uprawnienie do umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych i zobowiązań kwalifikowalnych bezpośrednio przed zastosowaniem instrumentu *resolution* lub jednocześnie z jego zastosowaniem. Takie sformułowanie wskazuje, że uprawnienie do umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych i zobowiązań kwalifikowalnych, o którym mowa w art. 26 ust. 2 IRRD, znajduje się poza katalogiem instrumentów *resolution* z art. 26 ust. 3 IRRD, zaś życie słowa „bezpośrednio” implikuje, że jest to ostatnie narzędzie do zastosowania przed *resolution*, a więc stosowane już po wyczerpaniu narzędzi *recovery*.

¹⁶ Nasze zastrzeżenia do terminu polskojęzycznego zostały szerzej omówione w pkt. 4.1. akapit ostatni.

¹⁷ Por. motyw 51 IRRD.

Kolejna ciekawa rzecz jest taka, że art. 26 ust. 2 wychodzi poza motyw 51 Preambuły obejmując tym narzędziem także „zobowiązania kwalifikowalne”, a więc te, które byłyby objęte działaniem instrumentu umorzenia lub konwersji¹⁸ – jednego z instrumentów *resolution*. Jednak w odróżnieniu do wymogu MREL¹⁹ z BRRD, projekt IRRD nie wprowadza minimalnego wymogu posiadania takich instrumentów w bilansie emitentów, które stanowiłyby swoistą barierę ochronną przede wszystkim dla posiadaczy polis, tak jak MREL chroni w pierwszym rzędzie deponentów.

Biorąc pod uwagę wysoki stopień wzorowania się IRRD na BRRD, zwłaszcza, że zapis motywu 51 Preambuły IRRD jest w zasadzie przepisany z motywu 81 Preambuły BRRD, to wykorzystując dorobek piśmienniczy dotyczący BRRD, można przyjąć, że umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych dokonuje się, jeżeli instytucja spełnia warunki wszczęcia *resolution*, które obejmowałyby instrument umorzenia lub konwersji (art. 26 ust. 3 lit e), bez konieczności zaistnienia interesu publicznego (por. Schillig 2016). Co ciekawe, art. 26 ust. 2 IRRD nie czerpie wprost sformułowania „utrata rentowności” z motywu 51 Preambuły jako przesłanki podjęcia takiego działania, lecz posługuje się sformułowaniem: „organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji postanawia zastosować instrument restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do zakładu”. Takie sformułowanie oznacza, że spełnione są przesłanki wszczęcia *resolution*, a więc nastąpiła „utrata rentowności”²⁰.

W polskiej wersji językowej projektu dyrektywy IRRD stosuje się pojęcie „utrata rentowności” dla określenia przesłanki umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych²¹. Zdaniem autorów jednak, na podstawie wykładni językowej i funkcjonalnej, właściwsze jest sformułowanie „utrata możliwości funkcjonowania”. Na takie stwierdzenie wskazuje warunek zajścia „utrata rentowności” w postaci FOLTF. Zresztą sama utrata rentowności to za mało, żeby uruchamiać cały mechanizm IRRD, który należy traktować jako środek ostateczny. Musiałaby to być utrata rentowności (albo strata) „kwalifikowana”, czyli naruszająca wymóg kapitałowy – ale wtedy właśnie pojawia się podstawa utraty możliwości „dalszego funkcjonowania”. Angielski termin to *'at the point of non-viability'*, franc. *'au point de non-viabilité'*, niem. *'Nichttragfähigkeit'*. Te terminy mają głębsze znaczenie niż „utrata rentowności”. Z uwagi na te zastrzeżenia, i wykorzystując dorobek z nauki i praktyki bankowości, zajście przesłanki „utrata rentowności” z IRRD, będziemy określać mianem PONV (*point of non-viability*).

¹⁸ Na podstawie art. 34 ust. 5 i 6 IRRD.

¹⁹ *Minimum Requirements on Own Funds and Eligible Liabilities* – minimalny wymóg dotyczący funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowalnych w rozumieniu art. 45 BRRD.

²⁰ Por. motyw 51 Preambuły IRRD.

²¹ Por. motyw 51 Preambuły IRRD.

4.2. Parametryzacja PONV

Resolution obejmuje w istocie dwa obszary: (i) przymusowej restrukturyzacji oraz (ii) uporządkowanej likwidacji. W IRRD, tak jak w systemie *resolution* banków, podkreśla się wyprzedzającą i prewencyjną funkcję przymusowej restrukturyzacji, aby w porę zarządzać pogorszeniem sytuacji finansowej zakładów i zapobiec ich upadłości. Dopiero w przypadku gdy upadłość jest nieunikniona, działania w ramach uporządkowanej likwidacji pozwolą zminimalizować negatywne skutki dzięki zachowaniu ciągłości funkcji krytycznych, rozumianych przede wszystkim w postaci zachowania ochrony ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej oraz dzięki zachowaniu stabilności finansowej²².

Niewątpliwie, umorzenie lub konwersja UT1, RT1, T2 i T3 wpisuje się w zapobiegawcze działania w ramach przymusowej restrukturyzacji, dlatego tak ważne jest terminowe rozpoczęcie przez organ ds. *resolution* odpowiednich działań, zanim zakład stanie się niewypłacalny w zakresie bilansu lub przepływu środków pieniężnych, zostanie całkowicie utracony lub nie będzie w stanie spełnić swoich zobowiązań płatniczych w terminie ich wymagalności²³. Kluczowe staje się wychwycenie momentu, w którym ubezpieczyciel jest „na progu upadłości lub jest zagrożony upadłością” (FOLTF), a więc zanim spełnią się przesłanki wystąpienia upadłości. O czym była mowa w 4.1., art. 19 IRRD parametryzuje ten próg w postaci naruszenia MCR lub prawdopodobieństwa jego naruszenia. To by wskazywało, że poprzeczkę PONV wyznacza poziom MCR lub jest tuż nad nim (wspomniane działania wyprzedzające w funkcji prewencyjnej).

Jednak w naszej ocenie, poprzeczka PONV może znajdować się znacznie wyżej. Przede wszystkim, IRRD wprowadza „prewencyjne plany naprawy” jednak nie parametryzując (póki co) poprzeczki, naruszenie której spowodowałoby uruchomienie takiego planu. W motywie 18 Preambuły IRRD jest jedynie mowa o tym, że zakłady „powinny określić zestaw wskaźników ilościowych i jakościowych, które powodowałyby uruchomienie działań naprawczych przewidzianych w takich prewencyjnych planach naprawy. Takie wskaźniki powinny pomóc zakładom w podejmowaniu działań naprawczych w najlepszym interesie ubezpieczających i nie powinny prowadzić do ustanowienia nowych regulacyjnych wymogów ostrożnościowych”. A zatem próg uruchomienia prewencyjnych planów naprawy nie powinien znajdować się powyżej SCR plus narzut nadzorczy, o którym mowa w art. 38 Dyrektywy. Co ciekawe, IRRD przewiduje, że prewencyjne plany naprawy będą „pozostawać bez uszczerbku dla opracowania i przedłożenia realistycznego” planu naprawczego, o którym mowa w art. 138 ust. 2 Dyrektywy.

Na podstawie art. 138 ust. 1 Dyrektywy, zakłady informują niezwłocznie organ nadzoru, jeżeli stwierdzą, że nie spełniają SCR, lub jeżeli istnieje niebezpieczeństwo wystąpienia takiej niezgodności w ciągu najbliższych trzech miesięcy²⁴. W terminie

²² Por. motywy 2–4 Preambuły IRRD.

²³ Por. motyw 28 Preambuły IRRD.

²⁴ Zakłady zobowiązane są do wyznaczania wskaźników wypłacalności SCR i MCR.

dwóch miesięcy od stwierdzenia niezgodności z SCR zakład przedkłada do zatwierdzenia przez nadzór „realistyczny plan naprawczy” (art. 138 ust. 2 Dyrektywy). Ogólnie rzecz biorąc, Dyrektywa wyznacza sześciomiesięczne ramy czasowe od stwierdzenia niezgodności z SCR do przywrócenia poziomu dopuszczalnych środków własnych pokrywających SCR lub obniżenia profilu ryzyka w celu zapewnienia zgodności z kapitałowym wymogiem wypłacalności²⁵. Nadzorca może w „uzasadnionych” przypadkach przedłużyć termin sześciomiesięczny do 9 miesięcy. W miarę dalszego pogarszania się sytuacji kapitałowej (braku poprawy) pakiet Solvency II przewiduje eskalację środków nadzorczych, które powinny zostać wyczerpane w ciągu 6 (9) miesięcy, do których należą: ograniczenie lub zakazanie rozporządzania wskazanymi aktywami zakładu, ustanowienie kuratora, zarządu komisarycznego. Również zakład podejmuje działania mające na celu przywrócenie adekwatności kapitałowej, włącznie ze zwołaniem walnego zgromadzenia w celu podjęcia uchwały o pokryciu straty i jej wykonaniem. Nie zrealizowanie w terminie planu naprawczego i nieprzywrócenie zgodności z SCR pomimo wyczerpania środków nadzorczych i podjętych działań przez zakład, skutkuje przymusową likwidacją²⁶.

Pogorszenie się sytuacji finansowej zakładu może prowadzić do naruszenia MCR. Na podstawie art. 139 ust. 1 Dyrektywy zakład niezwłocznie informuje organ nadzoru o niespełnianiu MCR lub niebezpieczeństwie wystąpienia takiej niezgodności w ciągu kolejnych trzech miesięcy. W terminie jednego miesiąca od stwierdzenia niezgodności z MCR zakład przedkłada do zatwierdzenia przez organ nadzoru krótkookresowy realistyczny plan finansowy mający na celu przywrócenie – w terminie trzech miesięcy od tego stwierdzenia – dopuszczonych podstawowych środków własnych co najmniej do poziomu MCR lub obniżenie profilu ryzyka w celu zapewnienia zgodności z MCR (art. 139 ust. 2 Dyrektywy). Jeżeli nadzór uważa przedstawiony plan finansowy za „wyraźnie niewystarczający” lub zakład, którego to dotyczy, nie zrealizuje zatwierdzonego planu w przepisany terminie, następuje cofnięcie zezwolenia (art. 144 ust. 1 Dyrektywy), co kończy się postępowaniem likwidacyjnym (art. 279 i n. Dyrektywy).

Podsumowując dotychczasowe rozważania i wracając do przesłanek *resolution* z art. 19 IRRD, uruchomienie instrumentu umorzenia lub konwersji T1, T2 i T3 powinno nastąpić w sytuacji, w której pomimo wdrożenia działań nadzorczych i „środków sektora prywatnego” brak jest perspektyw na uniknięcie upadłości zakładu w „rozsądnym czasie”. Innymi słowy, po bezowocnym etapie *recovery* należy umorzyć lub skonwertować odpowiednie instrumenty kapitałowe, oparte na przesłankach uruchomienia *resolution* (z wyłączeniem przesłanki interesu publicznego), ale przed podjęciem działań w ramach restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Przyjęcie takiego następstwa wynosi PONV na poziom wyższy niż MCR. O jakie tu relacje względem SCR chodzi, zostanie przedstawione w kolejnym punkcie.

²⁵ Por. art. 138 ust. 3 Dyrektywy.

²⁶ Por. art. 322 Ustawy z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz.U.2019.381).

5. Mechanizm absorpcji strat *'going concern'* w Solvency II i IRRD – zestawienie

O czym była już mowa wyżej, absorpcja strat przez RT1 CoCos w toku działalności emitenta, a więc przed wszczęciem *resolution* lub likwidacji, to obszar regulowany zarówno przez Solvency II, jak i IRRD. W niniejszym punkcie zbadamy, czy taki a nie inny poziom wyznaczenia zdarzenia inicjującego przymusową zamianę / umorzenie RT1 CoCo, gwarantuje bycie instrumentem *going concern*, a więc umożliwiającym automatyczną rekapitalizację emitenta, bez ingerencji organu *resolution*, co jest stanem pożądanym i zgodnym z intencją Solvency II ²⁷.

Na rysunkach poniżej badamy kolejność występowania zdarzeń inicjujących w sytuacji niezachowania poziomu (tzw. „uderzenia poprzeczki”) SCR lub SCR z uwzględnieniem ustanowionego przez nadzór narzutu kapitałowego (tzw. *add-on*) w „wyjątkowych okolicznościach” o których mowa w art. 38 Dyrektywy (rys. 2 i 3) oraz w wariantcie uderzenia od góry poprzeczki MCR (rys. 4). W pierwszym scenariuszu (zobrazowanym na rys. 2), spadek dopuszczonych środków własnych do poziomu 75% SCR lub mniej (ale powyżej MCR) oznacza wystąpienie zdarzenia inicjującego warunkowe umorzenie lub zamianę RT1 CoCos na podstawie warunków emisji. W takiej sytuacji, niezależnie od zgłoszenia planu naprawczego i zastosowania prewencyjnych planów naprawy przewidzianych w IRRD, dochodzi do umorzenia RT1 CoCos w całości lub części, bądź do ich konwersji na akcje, ewentualnie dochodzi do zawieszenia spłaty lub braku wykupu (por. pkt. 3.1.1.). Jeżeli dojdzie do przymusowego umorzenia, to zachodzi paradoks „odwróconego uprzywilejowania”, opisany już w przypadku AT1 CoCos emitentów bankowych (Liberadzki, Liberadzki 2019), polegający na tym, że posiadacze RT1 CoCos mający nominalnie pierwszeństwo w hierarchii zaspokajania roszczeń przed akcjonariuszami, pierwsi poniosą stratę, a sytuacja akcjonariuszy wręcz ulegnie poprawie (odpisowi bowiem ulegną zobowiązania zakładu)²⁸. Konkludując, w wariantcie pierwszym RT1 CoCo sprawdza się w funkcji absorpcji strat *going concern*.

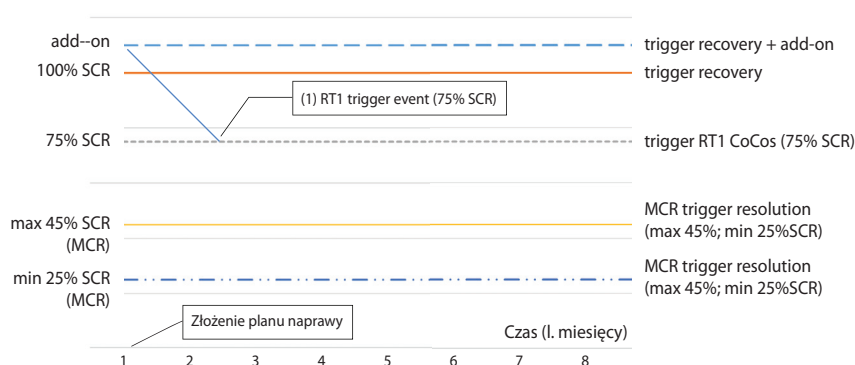
W drugim wariantcie, SCR spada, ale nie następuje naruszenie poprzeczki 75% SCR (rys. 3). Jeżeli zgodność z SCR nie zostanie przywrócona w ciągu trzech miesięcy, licząc od daty stwierdzenia po raz pierwszy niezgodności z kapitałowym wymogiem wypłacalności, to również następuje zdarzenie inicjujące konwersję / umorzenie RT1 CoCo (por. 3.1.2.). Okres trzech miesięcy wyznacza również konwencjonalne ramy czasowe do zatwierdzenia lub odmowy zatwierdzenia przez nadzór planu naprawczego podmiotu. W naszej ocenie, nie można zakładać, że do tego czasu organ ds. *resolution* podejmie decyzję o konwersji / umorzeniu RT1, nie czekając na wyczerpanie środków *recovery*. A zatem, w tym wariantcie kontraktowe zdarzenie inicjujące zadziała zanim PONV zostanie osiągnięty. Zakładamy, że dopiero po upływie sześciu miesięcy (lub w szczególnych przypadkach – dziewięciu) pogarszania się

²⁷ Por. pkt. 2, 3.1. i 4.1.

²⁸ Ten paradoks uwiidocznł się w przypadku umorzenia AT1 CoCos banku Credit Suisse 19 marca 2023 r., którego nie poprzedziło umorzenie akcji.

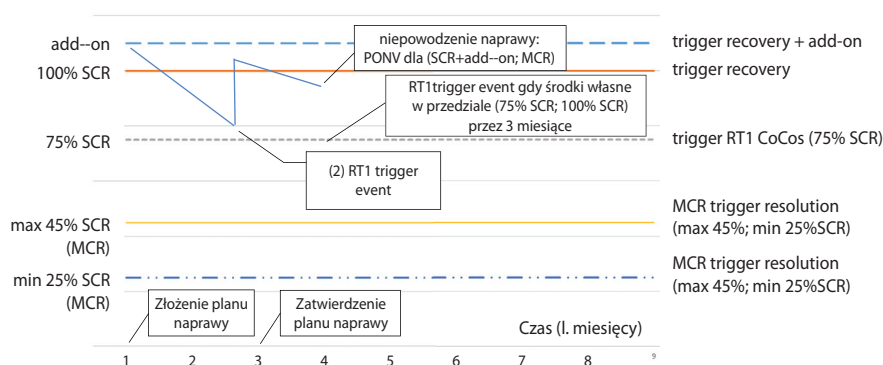
sytuacji kapitałowej pomimo podjętych środków nadzorczych i działań podmiotu, organ ds. *resolution* „pociągnie za spust” i zarządzi umorzenie instrumentów UT1, następnie umorzenie lub zamianę na składniki UT1 instrumentów RT1, T2 i T3, aż do całkowitego pokrycia straty. W takim wariancie PONV może zawierać się w przedziale dwustronnie otwartym (MCR; SCR + *add-on*).

Rysunek 2. Wariant 1. RT1 trigger event: kwalifikowalne środki własne mniejsze lub równe 75% SCR



Źródło: opracowanie własne.

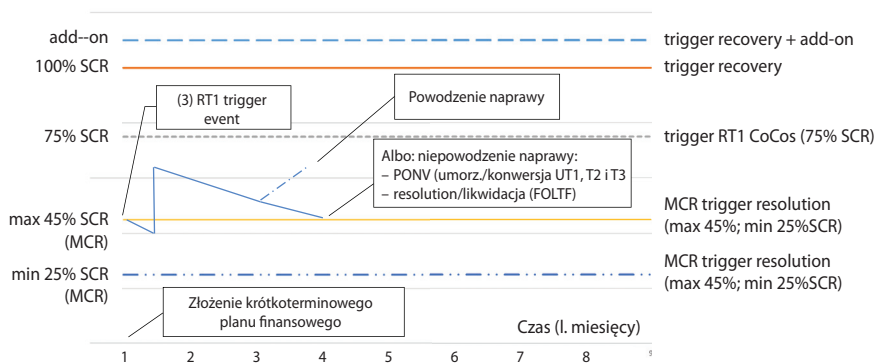
Rysunek 3. Wariant 2. RT1 trigger event: utrzymująca się trzy miesiące niezgodność z SCR. Środki własne w przedziale (75% SCR; 100% SCR)



Źródło: opracowanie własne.

W wariant 3 poziom środków własnych spada poniżej MCR. I znowu, oznacza to aktywację kontraktowej poprzeczki RT1 CoCos. Na podstawie przepisów Dyrektywy, MCR nie może być niższy niż 25% SCR i nie może przekraczać 45% SCR, przy jednoczesnym dolnym progu kwotowym MCR. Wariant 3 obrazuje rysunek 4.

Rysunek 4. Wariant 3. RT1 trigger event: kwalifikowalne środki własne mniejsze lub równe 75% SCR



Źródło: opracowanie własne.

W takim wypadku instrumenty RT1 również absorbują stratę w pierwszej kolejności, na zasadzie *going concern*. Jeżeli umorzenie / konwersja, brak płatności kuponowej lub wykupu instrumentu nie podniosą środków własnych powyżej poziomu MCR i nie dokona tego krótkookresowy plan finansowy w terminie najpóźniej trzech miesięcy od stwierdzenia naruszenia, wtedy zakład osiąga PONV. Jeżeli pomimo umorzenia instrumentów UT1, następnie umorzenia lub zamiany na T1 instrumentów T2 i T3, w dalszym ciągu sytuacja kapitałowa nie ulegnie poprawie, wówczas pozostaje przeprowadzenie *resolution* lub likwidacji podmiotu.

Podsumowanie

AT1 i RT1 CoCos są do siebie bardzo podobne. Mają identyczne właściwości, jak: (i) wieczystość, (ii) minimalną („syntetyczną”) zapadalność 5 lat, (iii) zakaz klauzul *step-up* i *dividend pusher/stopper*, a przede wszystkim (iv) zamianę na akcje lub umorzenie wartości nominalnej, jako główny mechanizm pochłaniania strat. Dla ubezpieczycieli zdarzenie inicjujące takie umorzenie / konwersję ustawione jest na poziomie 75% SCR, 100 % MCR lub niespełnianie SCR przez trzy miesiące.

Projekt IRRD w zakresie absorpcji strat i rekapitalizacji zawiera rozwiązania wzorowane na BRRD. Badając właściwości instrumentów hybrydowych RT1 w funkcji absorpcji strat *going concern* oraz określając PONV zakładów, można w dużym stopniu opierać się na doświadczeniach sektora bankowego, który ma za sobą przeprowadzone procesy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Naszym zdaniem, RT1 CoCos mają lepszą parametryzację niż ich bankowe odpowiedniki, przynajmniej z punktu widzenia możliwości wystąpienia kontraktowej absorpcji strat na zasadzie *going concern*, a więc przed osiągnięciem PONV i tym bardziej przed

wejściem na ścieżkę *resolution*. Tej właściwości nie mają AT1 CoCos – w żadnym przypadku w Europie *resolution* nie było poprzedzone uruchomieniem kontraktowego mechanizmu absorpcji strat instrumentów AT1 parametryzowanego na podstawie rozporządzenia CRR, zaś umorzenie / konwersja bankowych instrumentów kapitałowych obejmowały od razu wszystkie składniki CET1²⁹, AT1 i T2 i w każdym przypadku następowały razem z *resolution*, a nie je poprzedzały, a więc o zapobieganiu temu ostatecznemu, obok likwidacji podmiotu, rozwiązaniu nie było mowy. Oczywiście, powyższe stwierdzenia nie pretendują do całościowej oceny jakości parametrów hybryd RT1 i ich zdolności do absorpcji strat, taka wymaga pogłębionych studiów uwzględniających specyfikę ubezpieczycieli, jakości i grubości warstw ich kapitałów regulacyjnych oraz zmienności. Na praktyczne zastosowanie IRRD przyjdzie jeszcze poczekać, zaś prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia inicjującego umorzenie / zamianę RT1 CoCos jest dość niskie z uwagi na to, że obecnie większość ubezpieczycieli wykazuje wysokie poziomy SCR i MCR.

Analogicznie, obligacje Tier 2 banków i ubezpieczycieli prezentują podobne charakterystyki: obligatoryjne płatności kuponowe, pięcioletni minimalny okres do przedterminowego wykupu przez emitenta i podporządkowanie długowi typu *senior*, choć są też różnice polegające na dopuszczeniu *coupon step-up* w przypadku ubezpieczycieli. Co ciekawe, instrumenty T2 i T3, które na gruncie Solvency II absorbują stratę na zasadzie *gone concern*, a więc na podstawie podporządkowania w kolejności zaspokajania roszczeń wierzycieli w przypadku upadłości / *resolution* względem roszczeń nadrzędnych, na gruncie IRRD nabierają właściwości instrumentów *going concern*, o ile ich umorzenie/konwersja nastąpi przed wszczęciem *resolution* albo wręcz mu zapobiegnie.

Instrumenty T3 ubezpieczycieli nie mają swojego bankowego odpowiednika, jeżeli ograniczyć się tylko do samych norm adekwatności kapitałowej. Natomiast istnienie tej dodatkowej w stosunku do rozwiązań bankowych warstwy kapitału regulacyjnego może w jakimś stopniu kompensować brak w IRRD odpowiednika minimalnego wymogu w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowalnych, tzw. MREL z BRRD. Instrumenty T3 ubezpieczycieli mogą bowiem chronić niezabezpieczonych wierzycieli (w tym najważniejszych – posiadaczy polis) na podobnej zasadzie, jak bankowe obligacje *non-preferreds senior*, zaliczane do MREL, ale z kolei nie wypełniające funduszy własnych banku.

²⁹ Instrumenty w kapitale podstawowym, *Common Equity Tier 1*, CET1 – por. art. 28 ust. 1–4, art. 29 ust. 1–5 lub art. 31 ust. 1 Rozporządzenia CRR.

Bibliografia

De Spiegeleer J., Höcht S., Marquet I., Schoutens W. (2017), *CoCo bonds and implied CET1 volatility*, „Quantitative Finance”, vol. 17, no. 6.

Dobrzańska A. (2022), *Ocena unijnej propozycji w zakresie resolution zakładów ubezpieczeń – czy IRRD powinna być kopią BRRD?*, „Bezpieczny Bank”, nr 3(88).

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

Jaworski P., Kowalski A., Liberadzki K., Liberadzki M. (2019), *Obligacje typu CoCo i bail-in jako instrumenty rekapitalizacji banków i zwiększenia stabilności finansowej*, „Materiały i Studia” nr 335, Narodowy Bank Polski.

Kowalski A. (2018), *Przymusowa restrukturyzacja banku (resolution) w praktyce – przypadek Banco Popular Español, Monte dei Paschi di Siena oraz Banco Popolare di Vicenza i Veneto Banca*, „Monitor Prawniczy”, nr 22.

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

Liberadzki M., Liberadzki K. (2016b), *O konieczności wprowadzenia w polskim prawie możliwości emitowania przez banki papierów wartościowych typu contingent convertibles*, „Bezpieczny Bank”, nr 1(62).

Liberadzki K., Liberadzki M. (2019), *Contingent convertible bonds, corporate hybrid securities and preferred shares. Instruments, regulation, management*, Palgrave Macmillan, New York, Basingstoke.

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

Monatsbericht, „Jahrgang”, vol. 70, nr 3, marzec 2018, Deutsche Bundesbank.

Schillig M. (2016), *Resolution and Insolvency of Banks and Financial Institutions*, Oxford University Press.

Akty prawne

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

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłacalność II) w brzmieniu ustalonym Dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/51/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r.

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 (CRD).

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 (BRRD).

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2015/35 z dnia 10 października 2014 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej.

Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz.U.2019.381).

Dokumenty

Propozycja IRRD z dnia 22 września 2021 (COM(2021) 582 final 2021/0296(COD)).