

Andrzej Dżuryk\*  
ORCID: 0000-0002-4055-7773  
andrzej.dzuryk@ug.edu.pl

## Wpływ hybrydowych obligacji rekapitalizacyjnych na stabilność systemu finansowego

### Streszczenie

Rynek hybrydowych instrumentów rekapitalizacyjnych jest stosunkowo młody, ale pierwsze lata jego funkcjonowania wskazują, że przeprowadzone zmiany regulacyjne w ich zakresie, w odpowiedzi na słabości instrumentów absorpcji strat Bazylei II, nie zmniejszyły w sposób istotny ryzyka upadłości banków względem klasycznych instrumentów kapitałowych i nie przyczyniły się istotnie do zwiększenia stabilności systemu finansowego. Co więcej, podnoszą one koszt finansowania problematycznych banków przy jednoczesnym zwiększeniu zmienności. Niewielki udział obligacji hybrydowych w kapitałach banków i zbyt nisko ustawione progi zdarzeń inicjujących sprawiają, że ich zdolność do restrukturyzacji i rekapitalizacji problematycznych banków, bez angażowania środków publicznych, jest niewielka. Jednocześnie zachowane zostały przesłanki do kontynuacji hazardu moralnego. Wskazane są dalsze prace regulacyjne w zakresie struktury tych instrumentów i kalibracji zdarzeń inicjujących, a także na rzecz stworzenia pośredniej klasy instrumentów absorpcji strat.

**Słowa kluczowe:** hazard moralny, Bazylea III, restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja banków, MREL, TLAC, hybrydowe obligacje rekapitalizacyjne, CoCos, obligacje *bail-in*, stabilność finansowa

**JEL:** G18, G28

### Influence of Hybrid Recapitalization Obligations on Stability of the Financial System

#### Abstract

The market of hybrid recapitalization instruments is relatively young, but the first years indicate that the regulatory changes to their scope, introduced in response to the weaknesses of Basel II loss absorption instruments, did not significantly reduce the risk of bank failure

---

\* Andrzej Dżuryk – doktor w Katedrze Bankowości i Finansów Wydziału Zarządzania na Uniwersytecie Gdańskim.

in relation to classic capital instruments and did not significantly increase the stability of the financial system. Moreover, these instruments increase the cost of banks' financing while at the same time increasing volatility. Due to the small share of hybrid bonds in banks' capitals and too low thresholds of triggers, their ability to restructure and recapitalize problem banks without involving public funds is limited. At the same time, the premises for the continuation of the moral hazard are preserved. It is advisable to further regulate the structure of these instruments and calibrate the initiating events, as well as to create an intermediate class of loss absorption instruments.

**Key words:** moral hazard, Basel III, resolution, MREL, TLAC, hybrid recapitalization bonds, CoCos, bail-in bonds, financial stability

## Wstęp

Celem artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie, czy hybrydowe obligacje rekapitalizacyjne typu CoCos (*Contingent Convertibles*) i *bail-in* przyczyniają się do zmniejszenia ryzyka hazardu moralnego, a tym samym do zwiększenia stabilności systemu finansowego – co legło u podstaw ich powstania.

Skuteczność hybrydowych obligacji rekapitalizacyjnych określa ich zdolność do restrukturyzacji i rekapitalizacji problematycznego banku bez konieczności użycia środków publicznych (*bail-out*), co na szeroką skalę miało miejsce w czasie globalnego kryzysu finansowego lat 2008–2009. Wzajemne globalne powiązania banków zbyt dużych aby upaść (*Too Big to Fail*, TBTF) sprawiają, że niewypłacalność jednego banku może powodować poważne negatywne konsekwencje przekraczające lokalny rynek finansowy pojedynczego kraju. Zaangażowanie środków publicznych jest jednym z kanałów transmisji szoku z systemu finansowego do sfery fiskalnej, co wyraźnie unaocznili ostatni globalny kryzys finansowy, którego symbolem stał się upadek amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers.

Obligacje CoCos wprowadzono do europejskiego porządku prawnego rozporządzeniem CRR (*Capital Requirements Regulation*) w roku 2013<sup>1</sup>. Należą one do grupy instrumentów hybrydowych, albowiem nie można ich przyporządkować jednoznacznie do instrumentów dłużnych ani do instrumentów kapitałowych<sup>2</sup>. Hybrydowy charakter tych instrumentów oznacza, że w sytuacji normalnej emitenta, instrumenty te mają charakter długu wieczystych obligacji kuponowych z opcją *call* (*perpetual callable*). Z kolei, gdy emitentowi zagraża upadłość instrument ten nabiera charakteru kapitału własnego. W ten sposób w jednym instrumencie zawarto cechy charakterystyczne długu (uprzywilejowanie wobec kapitału własnego i stałe płatności odsetkowe, kiedy emitent jest w sytuacji normalnej) oraz kapitału (elastyczność finansowania i zdolność do absorpcji strat). Instrumenty te nie

<sup>1</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012.

<sup>2</sup> M. Liberadzki, K. Liberadzki, *Konstrukcja, zasady emisji i wycena hybrydowych papierów wartościowych na eurorynku*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2016.

mają jednocześnie podstawowej wady kapitału, z punktu widzenia emitenta, jaką są uprawnienia korporacyjne ich posiadaczy, w tym w szczególności prawo głosu. Tak więc z perspektywy charakterystyki samego instrumentu, jest on korzystny dla emitenta, szczególnie jeśli zawiera klauzulę o przymusowym umorzeniu po spełnieniu określonego warunku progowego (*Principle Write-Down Contingent Convertible*, PWD CoCo).

Hybrydowe obligacje rekapitalizacyjne wykorzystuje także mechanizm *bail-in*, ale dotąd mieliśmy do czynienia tylko z jednym przypadkiem przymusowej restrukturyzacji (*resolution*) w ramach dyrektywy BRR (*Bank Recovery and Resolution*)<sup>3</sup>, którą zatwierdziła Jednolita Rada ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji (*Single Resolution Board*, SRB)<sup>4</sup>. Rynek hybrydowych instrumentów rekapitalizacyjnych jest więc stosunkowo młody, aczkolwiek pierwsze lata funkcjonowania nowych rozwiązań pozwalają już na wyciągnięcie wstępnych wniosków w zakresie struktury nowych instrumentów absorpcji strat oraz kalibracji parametrów zdarzeń inicjujących ich zamianę lub umorzenie. Badanie przeprowadzono za pomocą metody monograficznej w połączeniu z metodą analizy i krytyki piśmiennictwa.

## 1. Wady instrumentów hybrydowych Nowej Umowy Kapitałowej

Kryzys lat 2008–2009 obnażył słabości hybrydowych instrumentów finansowych, których celem była absorpcja strat, oparta na wymogach Nowej Umowy Kapitałowej – Bazylei II<sup>5</sup>. Dotyczyło to głównie innowacyjnych instrumentów kapitałowych klasy 1 (*Tier 1 Capital*, T1), charakteryzujących się dalekim podporządkowaniem oraz możliwością odroczenia wypłaty oprocentowania. Niestety, praktyka negatywnie zweryfikowała te rozwiązania. Okazały się one daleko niewystarczającą ochroną przed upadłością banków. Banki nie wykorzystywały możliwości odroczenia lub anulowania wypłaty kuponu w obawie przed obniżeniem ratingu kredytowego, ponieważ agencje kredytowe traktowały takie zdarzenie jako niewywiązanie się danego emitenta z zobowiązań finansowych (*default*). Zwiększałoby to koszt pozyskania nowego finansowania, istotnie utrudniając refinansowanie istniejącego zadłużenia. Mechanizm absorpcji strat, który miał działać podobnie jak zakaz wypłaty dywidendy akcjonariuszom, okazał się więc w praktyce nie funkcjonujący.

<sup>3</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012.

<sup>4</sup> Patrz: *Resolution Cases*, strona *Single Resolution Board*, <https://srb.europa.eu/en/content/resolution-cases> (dostęp: 20.02.2021).

<sup>5</sup> *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, Basel Committee on Banking Supervision, czerwiec 2004 r.

Podobnie ułomny okazał się mechanizm podporządkowania roszczeń innowacyjnych instrumentów kapitałowych klasy 1, który również nie ochronił banków przed upadłością. Absorbacja strat mogłaby zadziałać dopiero wówczas, gdyby faktycznie doszło do postępowania upadłościowego banku. Wtedy roszczenia właścicieli obligacji daleko podporządkowanych byłyby zaspokojone po realizacji roszczeń właścicieli długu senioralnego (*senior debt*) oraz właścicieli podporządkowanych instrumentów kapitału klasy 2 (*subordinated debt*).

Instrumenty kapitałowe klasy 2 (*Tier 2 Capital, T2*) także nie spełniły swojej funkcji stabilizatora systemu finansowego. Mimo że banki zgromadziły wymaganą wielkość kapitału T2, to i tak były zmuszone do emisji kapitału T1, ponieważ przyrost wagi ryzyka (*risk weighted assets, RWA*) problemowych aktywów przekroczył wielkość kapitału T1 (*Common Equity Tier 1 Capital, CET1*). W praktyce okazało się, że jedynie akcje i zatrzymany zysk, w postaci kapitału zapasowego, tworzące kapitał podstawowy T1, mają rzeczywistą zdolność do absorpcji strat banku i chronią go przed upadkiem.

Powszechną krytykę wzbudziło to, że podatnicy ponieśli koszty upadłości bankowych, podczas gdy właściciele obligacji wyemitowanych przez te banki tych kosztów nie ponieśli albo ponieśli je tylko w ograniczonym zakresie. Zostali oni ochronieni przed stratami przez zaangażowanie środków publicznych, które zabezpieczyły banki przed upadłością, bowiem zagrażała ona stabilności całego systemu finansowego.

Wadą Bazylei II był także jej procykliczny charakter. Recesja prowadzi do obniżenia ratingu aktywów banku, co skutkuje wzrostem ich wag ryzyka, a w efekcie wartości aktywów ważonych ryzykiem (*risk weighted assets, RWA*). To z kolei powoduje konieczność podniesienia przez bank kapitału regulacyjnego w czasie recesji. Wszystkie banki w podobnym czasie stają więc przed tym samym wyzwaniem.

## 2. Nowe instrumenty hybrydowe Bazylei III

Pierwotnie, zgodnie z wymogami Bazylei III<sup>6</sup> z 2013 roku rozwiniętymi w CRR, całkowita wielkość kapitału regulacyjnego miała pozostać taka sama, z tym, że jego struktura miała ulec wzmocnieniu. W ramach 8% RWA zwiększono udział kapitału CET1 z 2% do minimum 4,5%, jednocześnie zmniejszając udział kapitału T2 z 4% do 2%.

Na przestrzeni lat 2013–2019 zwiększone zostały ilościowe wymogi kapitałowe. Wynikający z CRR minimalny wymóg kapitałowy wynoszący 8% RWA obecnie stanowi wielkość minimalną (*floor*) dla banków. Dodatkowe wymogi mają charakter zindywidualizowany, a ich wielkość zależy od skali i specyficznej sytuacji konkretnej instytucji finansowej. Kluczową rolę odgrywają w tym zakresie bufory kapitałowe, które można wypełnić jedynie kapitałem CET1, mimo że pierwotnie zakładano wy-

<sup>6</sup> *Basel III: A global regulatory...*, op. cit.

korzystanie w tym celu instrumentów hybrydowych CoCos<sup>7</sup>. Obecnie emisja instrumentów CoCos ponad 1,5% RWA nie powoduje zwiększenia kapitałów własnych ani buforów kapitałowych banku, chociaż poprawia wskaźnik dźwigni (*leverage ratio*)<sup>8</sup>, co powoduje, że niektóre banki decydują się na takie nadprogowe emisje.

Zgodnie z CRD IV (*Capital Requirements Directive IV*)<sup>9</sup>, minimalne wymogi kapitałowe CRR powiększa się o wielkość buforów: zabezpieczającego i antycyklicznego. Wielkość ta powiększana jest następnie o największą z wartości buforów: ryzyka systemowego, instytucji o krajowym (*Domestic Systemically Important Bank*, D-SIB) oraz o globalnym znaczeniu systemowym (*Global Systemically Important Bank*, G-SIB). Tak wyznaczony poziom łącznych buforów kapitałowych określa zdolność banku do wypłaty dywidendy oraz odsetek od wyemitowanych obligacji AT1.

Banki zobligowane są przez CRR do zwiększenia kapitału przede wszystkim najwyższej jakości (CET1), nawet aż do poziomu 14,5% RWA. Wytyczne filara 2 regulatora krajowego, P2R (*Pillar 2 Requirement*) i P2G (*Pillar 2 Guidance*), mogą jeszcze tę wartość podwyższyć. Zastosowanie instrumentów hybrydowych ma w ramach CRR jedynie charakter pomocniczy i ogranicza się do pokrycia wymogów kapitałowych do wysokości 1,5% RWA dla instrumentów AT1 i 2% RWA dla instrumentów T2.

Obecnie, przy stosunkowo wysokiej kapitalizacji instytucji finansowych, mało prawdopodobne jest wystąpienie zdarzenia i uruchomienie przez CRR procesu automatycznej rekapitalizacji za pomocą obligacji CoCos, tj. osiągnięcie przez wskaźnik CET1/RWA poziomu 5,125% dla obligacji o niższym poziomie inicjacji (*lower trigger CoCos*) czy nawet 7% dla obligacji o wyższym poziomie inicjacji (*higher trigger CoCos*). Z jednej strony kondycja finansowa banków jest stosunkowo dobra, a z drugiej – poprzeczki inicjujące proces przymusowej restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji ustawione są na zbyt niskim poziomie.

Obok spełnienia wymogów kapitałowych emitent musi uwzględnić koszty pozyskania finansowania za pomocą instrumentów AT1. Porównując koszty obligacji senioralnych (*senior unsecured*), obligacji podporządkowanych typu T2 oraz AT1 CoCos, te ostatnie są najdroższym składnikiem kapitału banku. Wynika to z ich głębokiego podporządkowania, ryzyka niewykonania opcji *call* lub niezapłacenia kuponu przez emitenta, a także przymusowej zamiany lub umorzenia. Ryzyka te musi pokryć odpowiednio wyższy kupon.

Pierwsze emisje obligacji CoCos zostały przeprowadzone przed wejściem w życie regulacji CRR, zanim w ramach Bazylei II określono wymogi kapitałowe AT1 i T2 (grudzień 2012 r.) i przed wprowadzeniem do europejskiego porządku prawne-

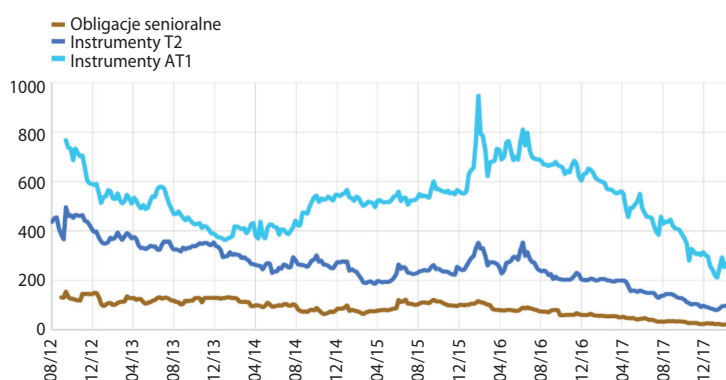
<sup>7</sup> A. Cahn, P. Kenadrijan [w:] D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking Union*, Oxford University Press, 2020, s. 229–230.

<sup>8</sup> *Single Rulebook Q&A, Question*, European Banking Authority, 2013, s. 19.

<sup>9</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 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, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylającą dyrektywę 2006/48/WE oraz 2006/49/WE.

go pakietu CRD IV/CRR (czerwiec 2013 r.)<sup>10</sup>. Bodźcem do rozwoju rynku tych instrumentów, zapewniających inwestorom wyższą stopę zwrotu, było środowisko niskich stóp procentowych. Bazylea III, a w jej następstwie pakiet CRD IV/CRR, ujednolicił wymogi regulacyjne, powodując odpowiednie ich zakwalifikowanie jako kapitał AT1 lub T2.

**Rysunek 1. Spreads obligacji senioralnych, instrumentów T2 i AT1 dużych banków strefy euro między sierpniem 2012 r. a marcem 2018 r. (w pb)**



Źródło: P. Jaworski, A. Kowalski, K. Liberadzki, M. Liberadzki, *Obligacje typu CoCo i bail-in jako instrumenty rekapitalizacji banków i zwiększenia stabilności finansowej*, Materiały i Studia nr 335, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2019, s. 48.

W ostatnich latach rozwój rynku obligacji CoCos przyspieszył, co zostało spowodowane wzrostem udziału instrumentów o charakterze umorzeniowym (*write-down*). Było to wynikiem wzrostu współczynników kapitałowych banków zgodnie z zaleceniami Bazylei III. Z tego źródła finansowania coraz częściej korzystają także mniejsze banki. Popyt na te instrumenty w dalszym ciągu stymulują niskie stopy procentowe. EBA podjęła starania o standaryzację warunków emisji tych instrumentów i od 2016 roku sukcesywnie publikuje aktualizowane wzory warunków emisji CoCos<sup>11</sup>.

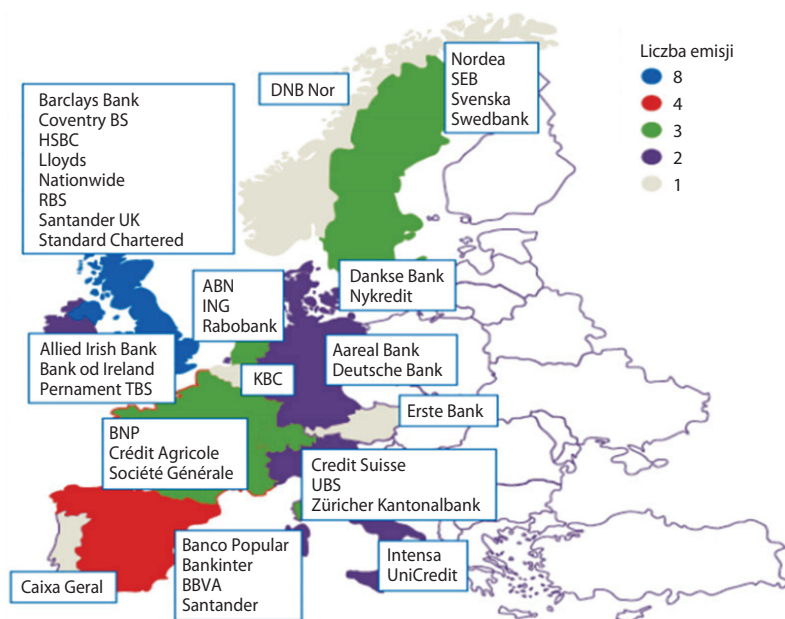
Obligacje CoCos emitowane przez banki europejskie nabywają głównie inwestorzy spoza strefy euro (przede wszystkim azjatyccy) i europejskie fundusze inwestycyjne. Banki i firmy ubezpieczeniowe generalne nie kupują tych instrumentów bezpo-

<sup>10</sup> Pierwszą emisję instrumentów finansowych, zawierających klauzulę o przymusowej konwersji w sytuacji wypełnienia zawartego w niej warunku (*Conversion to Equity Contingent Convertibles*, CE CoCos), przeprowadził 01.12.2009 r. Lloyds Bankig Group. Drugą emisję CoCos, a pierwszą PWD CoCos, w 2010 r. przeprowadził Rabobank.

<sup>11</sup> *Standardized templates for Additional Tier 1 (AT1) instruments – Final*, European Banking Authority, 10.10.2016 r.; *Report on the Monitoring of Additional Tier 1 (AT1) Instruments of European Union (EU) institutions – third update*, European Banking Authority, 20 lipca 2018 r.

średnio. Brak jest natomiast informacji, czy nie są one nabywane w sposób pośredni, np. przez inne podmioty danej grupy finansowej<sup>12</sup>. Jakkolwiek obecna struktura inwestorów nie wskazuje na ryzyko zakażenia (*contagion*), to organa nadzorcze powinny bardziej szczegółowo badać inwestorów rynku CoCos.

Rysunek 2. Liczba emisji AT1 CoCos banków europejskich wg stanu na maj 2018 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie: L. Knepper, Euro HY Conference 2018: Additional Tier 1, CreditSights, 17.06.2018 r.

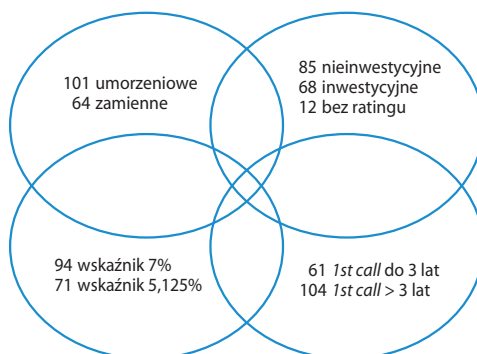
Biorąc pod uwagę potrzeby banków, wymóg 1,5% RWA w instrumentach AT1 wskazuje, że potencjał emisyjny CoCos wynosi dodatkowo około 60 mld euro, co pozwala na oszacowanie docelowej wielkości rynku na około 200 mld euro<sup>13</sup> (nie jest to szczególnie duża wielkość w porównaniu z innymi segmentami rynku kapitałowego, np. rynkiem listów zastawnych). Jak potwierdzają ostatnie dane, poziom ten został już prawie osiągnięty<sup>14</sup>.

<sup>12</sup> Monatsbericht, Jahrgang, vol. 70, nr 3, marzec 2018 r., Deutsche Bundesbank.

<sup>13</sup> L. Knepper, Euro HY Conference..., *op. cit.*

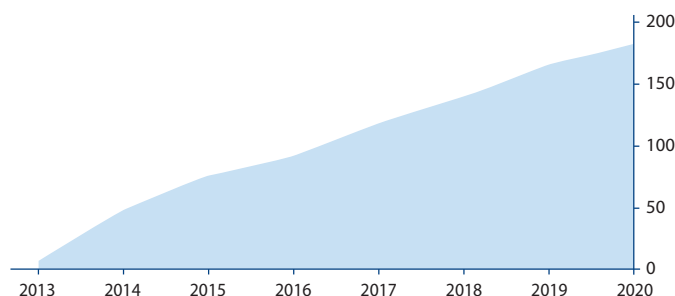
<sup>14</sup> A. Gledhill, *Contingent Convertibles*, Bloomberg, 12 sierpnia 2020 r., <https://www.bloomberg.com/quicktake/contingent-convertible-bonds> (dostęp: 20.02.2021).

Rysunek 3. Rodzaj emisji AT1 CoCos banków europejskich wg stanu na maj 2018 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie: L. Knepper, Euro HY Conference..., *op.cit.*, s. 2.

Rysunek 4. Skumulowane emisje AT1 CoCos banków europejskich wg stanu na sierpień 2020 r. (w mld EUR)



Źródło: A. Gledhill, *Contingent Convertibles...*, *op.cit.*

Szwajcarskie regulacje, jako jedyne, zaliczają obligacje CoCos do kapitału regulacyjnego T2. Zaliczają się także do niego te instrumenty CoCos, które wyemitowane przed wejściem w życie Bazylei III/CRD IV nie kwalifikują się jako kapitał AT1 lub świadomie tak zostały ustrukturyzowane przez emitentów, aby pozyskać tańsze finansowanie, przedkładając koszt kapitału nad poprawę ratingu.

Bazylea III podwyższyła wymogi w zakresie ilości i jakości wymaganego przez banki kapitału. W ten sposób realizowane jest dwutorowe podejście do problemu adekwatności kapitałowej banków określone w raporcie Lorda Turnera w 2009 r.<sup>15</sup> W zakresie banków funkcjonujących (*going concern*) regulator skupia się na wpływie ich struktury kapitałowej na cały sektor bankowy i gospodarkę. W sytuacji zagrożenia danego banku upadłością (*gone concern*) uwaga regulatora skupia się na

<sup>15</sup> *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Financial Crisis*, UK Financial Services Authority, marzec 2009 r., s. 53.



ochronie deponentów i posiadaczy długu senioralnego. Narzędzia absorpcji strat banków dzieli się na instrumenty stosowane przed upadłością (*going concern loss absorption* lub *going concern capital*) i w stanie upadłości (*gone concern loss absorption* lub *gone concern capital*), tj. odpowiednio: *ex ante* i *ex post*<sup>16</sup>.

Instrumenty CET1 i AT1 to narzędzia służące absorpcji strat *ex ante*. Możliwość lub nakaz wstrzymania wypłaty oprocentowania inwestorom lub dywidendy akcjonariuszom banku służy utrzymaniu jego stabilności finansowej. Ten sam cel realizuje wieczysty charakter obligacji CoCos, który ma zapobiec trudnościami ich refinansowania w terminie zapadalności. Przymusowa konwersja lub umorzenie instrumentów AT1 także zmniejsza ryzyko upadłości banku mierzone jego współczynnikiem kapitałowym.

Z kolei instrumenty T2 służą absorpcji strat *ex post*. Mają one chronić deponentów i posiadaczy obligacji senioralnych. Głównym atrybutem tych instrumentów jest ich podporządkowanie w procesie postępowania upadłościowego. Minimalny termin zapadalności ma ten sam cel jak w instrumentach AT1, aczkolwiek praktyczny wymiar jest w tym przypadku mniejszy.

Instrumenty AT1 umożliwiają wstrzymanie wypłaty oprocentowania oraz określają maksymalną kwotę możliwą do wypłaty akcjonariuszom i ich posiadaczom (*maximum distributable amount*, MDA)<sup>17</sup> oraz pozycje bilansu, które dzieli się pomiędzy akcjonariuszami i posiadaczami tych instrumentów (*available distributable item*, ADI). Atrybuty te wzmacniają profil kapitałowy instrumentów AT1, zbliżając je do CET1. Instrumenty AT1 zostały wprowadzone z uwagi na zawodność instrumentów hybrydowych Bazylei II do absorpcji strat, ale jednocześnie wzrosło ryzyko tej klasy aktywów. Inwestorzy oczekują wyższej premii za ryzyko, co powoduje wzrost kosztu kapitału regulacyjnego. Na początku 2016 r. pojawiła się obawa o wypłatę kuponu przez Deutsche Bank, z uwagi na niski poziom ADI, co spowodowało, że wart w tamtym czasie 91 mld euro rynek obligacji AT1 uległ rozchwianiu<sup>18</sup>.

Wątpliwości budzi skala ochrony, jaką instrumenty AT1 zapewniają w praktyce bankowi znajdującemu się na skraju upadłości. Zgodnie z CRR wystarczy, aby bank zapewnił spełnienie wymogu 1,5% RWA przez te instrumenty. Wstrzymanie wypłaty kuponu prowadzi do długotrwałych negatywnych skutków w zakresie obniżenia ratingu kredytowego banku, albowiem agencje ratingowe traktują takie zdarzenie jako niewywiązanie się z umowy (*default*). Z tego powodu banki unikają przesłanek do anulowania wypłaty odsetek. Odroczenie płatności kuponu (*coupon deferral*) w pierwotnej propozycji Komitetu Bazylejskiego (*Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS), która zakładała, że obligacje warunkowo-zamienne mogą stanowić aż 13% RWA, było dużo bardziej restrykcyjnym rozwiązaniem. Natomiast traktowanie instrumentów AT1 tak jakby były to instrumenty senioralne, jest wypaczeniem ich kapitałowego charakteru, gdzie odmowa płatności kuponu (*coupon*

<sup>16</sup> A. Cahn, P. Kenadijan, [w:] D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking...*, op. cit., s. 223–226.

<sup>17</sup> Zgodnie z CRD IV, art. 141.

<sup>18</sup> *Deutsche Bank to launch buyback of its bonds*, „The Economist”, 12 lutego 2016 r.

*cancellation*) nie jest złamaniem zobowiązań umownych. Ryzyko odroczenia wykupu (*call extension*) rośnie wraz ze zbliżaniem się terminu wykonania. Takie napięcie rynkowe obniża stabilność cen tych instrumentów i całego rynku obligacji CoCos, co ma przełożenie na stabilność finansowania banków, a tym samym na stabilność całego systemu finansowego.

Przymusowa zamiana na kapitał lub umorzenie w wyniku wystąpienia zdarzenia inicjującego, stanowią nową właściwość obligacji AT1. Wyemitowane obligacje AT1 wykorzystują współczynnik CET1 jako zdarzenie inicjujące, natomiast w latach 2006–2009 wskaźniki CET1 banków, które były zagrożone upadłością, nie były niższe niż 7%<sup>19</sup>. W odpowiedzi na powyższe ograniczenia zaproponowano, aby zamiana obligacji CoCos była inicjowana przez więcej niż jedno zdarzenie, np. poprzez powiązanie zdarzenia inicjującego dla danego banku z potwierdzeniem przez regulatora stanu kryzysu systemowego<sup>20</sup>.

Tak samo ważne jak określenie odpowiedniego zdarzenia inicjującego, jest ustalenie właściwej poprzeczki, której przekroczenie inicjuje mechanizm absorpcji strat problematycznego banku. Według stanu na koniec 2017 r. banki europejskie posiadały średni ważony współczynnik CET1 wynoszący 14,8%<sup>21</sup>. Był to poziom blisko trzykrotnie przekraczający 5,125% dla obligacji CoCos o niższym poziomie inicjacji i ponad dwukrotnie przekraczający poziom 7% dla obligacji CoCos o wyższym poziomie inicjacji. Wszystkie banki spełniały warunek CET1, dlatego, opierając się na CRR, żadne emisje obligacji CoCos AT1 nie stwarzały ryzyka zamiany lub umorzenia dla ich posiadaczy, co jednak nie wykluczało sytuacji znalezienia się przez emitenta na skraju upadłości (*Point Of Non-Viability*, PONV).

Zwiększone wymogi kapitałowe Bazylei III zmniejszają ryzyko upadłości, ale powodują wyższe koszty prowadzenia działalności bankowej. Kapitał jest droższy od długu, ponieważ akcjonariusze oczekują wyższych stóp zwrotu od wierzycieli. Większy kapitał powoduje wzrost ceny kredytu i zmniejsza zdolność banków do finansowania gospodarki. Wzrost kapitału sprawia, że banki nie osiągają minimalnego oczekiwanego przez inwestorów poziomu ROE<sup>22</sup>. Wypełnienie wyższego wymogu kapitałowego banki mogą także osiągnąć poprzez sprzedaż aktywów (kredytów). Ograniczając akcję kredytową lub sprzedając aktywa, banki delewarują się, szczególnie podczas recesji, kiedy to dodatkowy kapitał własny jest wyjątkowo trudny do pozyskania i kosztowny<sup>23</sup>. Wzrost kosztów może prowadzić do działań mających na celu zwiększenie efektywności banków poprzez wprowadzenie kapitału warunkowego (*contingent*) zamiast klasycznego (*equity*). Rosnące wymogi

<sup>19</sup> M.P.H. Buergi, *Pricing contingent convertibles: A general framework for application in practice*, „Financial Markets and Portfolio Management” 2013, vol. 27(1), s. 31–63.

<sup>20</sup> Monatsbericht..., *op. cit.*, s. 59.

<sup>21</sup> P. Jaworski, A. Kowalski, K. Liberadzki, M. Liberadzki, *Obligacje typu...*, *op. cit.*, s. 57.

<sup>22</sup> M. Crouhy, D. Galai, *Are banks special?*, International Risk Management Conference, Luxembourg, czerwiec 2015 r.

<sup>23</sup> P. Bolton, F. Samama, *Capital Access bonds: Contingent capital with an option to convert*, „Economic Policy” kwiecień 2012 r., s. 283.

kapitałowe obniżają dochody akcjonariuszy banków, którym coraz trudniej jest wypracować zysk z prowadzonej działalności. Rosnący koszt finansowania działalności bankowej, przy jednocześnie niezmiennych przychodach, prowadzi do zawężania marży netto. Z drugiej strony udział w kapitale instrumentów AT1 jest zbyt niski, aby mogły one skutecznie realizować zadanie absorpcji strat.

Skuteczność realizacji celów regulacyjnych zależy od parametrów instrumentów CoCos. Wskazuje się na zaletę nie jednorazowej ale stopniowej konwersji oraz przyznanie posiadaczom obligacji CoCos uprzywilejowanego prawa głosu w czasie pogorszenia sytuacji finansowej banku, aby tak przeciwdziałać presji akcjonariuszy na krótkoterminowe zyski i zwiększanie dźwigni finansowej<sup>24</sup>. Stopniowa konwersja daje możliwość wczesnej presji rynkowej, częściowo rozmywając prawa dotychczasowych akcjonariuszy i przyczyniając się do przeceny akcji. Duża dźwignia finansowa zwiększałaby koszty dla akcjonariuszy już na wczesnym etapie, co powinno ich zniechęcać do nadmiernego lewarowania działalności.

Obligacje CoCos są narzędziem transferu zysku od ich posiadaczy do akcjonariuszy w ramach procesu zamiany, a przede wszystkim poprzez odpis wartości (*write-down*)<sup>25</sup>. Z tego względu regulator powinien ściśle nadzorować proces oraz parametry konwersji i rozliczania tych instrumentów<sup>26</sup>. Dominujący udział obligacji warunkowych typu umorzeniowego (PWD) w całkowitej liczbie wyemitowanych instrumentów AT1 (około 61% wg stanu na maj 2018 r.), wskazuje, że decydujący głos w sprawie emisji mają akcjonariusze oraz, że przy braku konwersji obligacje te są nabywane w dużej części przez fundusze obligacji.

### 3. Instrumenty hybrydowe w procesie *resolution*

Hybrydowe instrumenty finansowe mają także zastosowanie w procesie przymusowej restrukturyzacji banków będących na skraju upadłości (*resolution*). Zarysowane wcześniej rozwiązania regulacyjne zmniejszają wprawdzie prawdopodobieństwo takiej sytuacji, głównie poprzez zwiększenie wymogu kapitałowego, ale nie oznacza to jednak, że takie ryzyko nie istnieje. W przypadku zagrożenia upadłością banku o globalnym znaczeniu systemowym, który ze swej natury jest zbyt duży aby upaść (*Too Big To Fail*, TBTF), decydowano zwykle o udzieleniu takiemu podmiotowi pomocy publicznej (*bail-out*). Inwestorzy postrzegają inwestycje w obligacje banków jako bezpieczne, ponieważ poza walorami Lehman Brothers nie ponieśli strat w wyniku upadłości innych największych banków w czasie kryzysu lat 2008–

<sup>24</sup> J.C. Coffee jr., *Systemic Risk after Dodd-Frank: Contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight*, „Columbia Law Review” 2011, vol. 111, no. 4, s. 795–847.

<sup>25</sup> T. Berg, C. Kaserer, *Does contingent capital induce excessive risk-taking?*, „Journal of Finance Intermediation” 2014.

<sup>26</sup> O. Roggi, A. Giannozzi, L. Mibelli, *CoCo Bonds, Conversion Prices and risk shifting incentives. How does the conversion ratio affect management's behaviour?*, Financial Markets, Institutions & Instruments, 2013, New York University Salomon Center, s. 143–170.

2009<sup>27</sup>, a obawy o stabilność systemu finansowego przyczyniły się do przyznania dużym bankom daleko idącej pomocy publicznej<sup>28</sup>. Tego typu działania wzbudziły zrozumiałą krytykę, były bowiem sprzeczne z zasadami pomocy publicznej i dyscypliny rynkowej. W odpowiedzi na tę krytykę powstały uregulowania przenoszące absorpcję strat na wierzycieli problematycznego banku w ramach przymusowego procesu restrukturyzacji zadłużenia (*bail-in*). W ramach tego procesu dąży się do ograniczenia kosztów upadłości problematycznego banku, przy jednoczesnej minimalizacji zaangażowania środków publicznych. Podstawowym aktem prawnym regulującym ramy *resolution* jest dyrektywa BRR (BRRD). Określa ona m.in. zobowiązania, które kwalifikują się dla potrzeb *bail-in*, w tym hybrydowe instrumenty AT1 i T2, oraz proces ich umorzenia lub konwersji.

Dyrektywę BRR można traktować jako swoiste dopełnienie podwyższonych wymogów kapitałowych Bazylei III. Bazylejski pakiet CRD IV i CRR zmniejsza ryzyko upadłości banku (*make failure less likely*), podczas gdy BRRD Rady Stabilności Finansowej (*Financial Stability Board*, FSB) ogranicza negatywne skutki upadłości banku dla stabilności finansowej (*make failure less harmful*). Dyrektywa BRR ustanawia organ prowadzący postępowanie *resolution* wobec banku będącego na progu upadłości lub zagrożonego upadłością (*failing or likely to fall*), który w ramach prowadzonych działań wykorzystuje wskazane w tej dyrektywie narzędzia, do których zalicza się także instrumenty hybrydowe pozwalające na umorzenie lub konwersję długu<sup>29</sup>. Obok narzędzi *resolution*<sup>30</sup> BRRD obejmuje także, rządzące się odrębnymi zasadami, umorzeniowe instrumenty kapitałowe<sup>31</sup>.

Zgodnie z dyrektywą BRR domyślnym trybem postępowania w stosunku do instytucji zagrożonej upadłością jest klasyczne postępowanie upadłościowe<sup>32</sup>. Wszczęcie procedury *resolution* musi wynikać z interesu publicznego<sup>33</sup> – jeśli zagrożona jest stabilność finansowa, utrzymanie funkcji krytycznych instytucji finansowej lub środki deponentów. Cele interesu publicznego muszą być w większym stopniu realizowane w ramach procedury *resolution* niż tradycyjnego postępowania upadłościowego<sup>34</sup>. W sytuacji gdy przymusowa konwersja lub umorzenie instrumentów AT1 i T2 nie są wystarczające do kontynuacji działalności bez wykorzystania środków publicznych, inicjowana jest przymusowa restrukturyzacja (*resolution*)<sup>35</sup>.

<sup>27</sup> M. Schilling, *Resolution and Insolvency of Banks and Financial Institutions*, Oxford University Press, 2016, s. 279.

<sup>28</sup> *Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*, Bank for International Settlements, The Basel Committee on Banking Supervision, 2010, s. 24.

<sup>29</sup> Art. 37 ust. 3 dyrektywy BRR.

<sup>30</sup> Rozdział IV dyrektywy BRR.

<sup>31</sup> Rozdział V dyrektywy BRR.

<sup>32</sup> Preambuła pkt 45 i art. 2 ust. 1 pkt 47 dyrektywy BRR.

<sup>33</sup> Por. pkt 3.3.

<sup>34</sup> Art. 32 ust. 5 dyrektywy BRR.

<sup>35</sup> Pkt 4 dyrektywy BRR.

Formy przymusowego umorzenia lub konwersji instrumentów finansowych mogą być postrzegane jako wyłączenie ich posiadaczy<sup>36</sup>. W szczególnych przypadkach, zapewniając zgodność z zasadami pomocy publicznej UE oraz za zgodą właściwych organów (banku centralnego, ministerstwa finansów), dopuszczalne jest nadzwyczajne wsparcie publiczne<sup>37</sup>. Przy zachowaniu prawa spółek dokapitalizowanie banku może nastąpić przez objęcie przez państwo członkowskie CET1, AT1 lub T2 z uwzględnieniem, lub nie, prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy<sup>38</sup>. W ramach hybrydowych instrumentów finansowych kluczowe znaczenie ma okoliczność uruchomienia pomocy publicznej albo wsparcia przez Fundusz Przymusowej Restrukturyzacji (*Single Resolution Fund*, SRF). Stanowi ją uprzednie umorzenie minimum 8% całości zobowiązań banku<sup>39</sup>. Oznacza to, że nim udzielone zostanie jakiegokolwiek wsparcie publiczne, najpierw dokonać się musi absorpcja strat akcjonariuszy i wierzycieli – także inwestorów posiadających hybrydowe instrumenty finansowe.

Inaczej niż w kontraktowym mechanizmie absorpcji strat, który określony jest w memorandum emisyjnym CoCos, automatyzm umorzenia lub konwersji nie występuje w mechanizmie *bail-in*. Oświadczenie zarządu banku nie jest wystarczające i wymagane jest potwierdzenie organu *resolution*, że bank znalazł się na progu upadłości lub jest upadłością zagrożony. Jest to przesłanka ogólna, dająca organowi *resolution* stosunkowo dużą swobodę, co powoduje, że z perspektywy rynku trudno jest określić ryzyko uruchomienia mechanizmu *bail-in*<sup>40</sup> – tak jak w przypadku mechanizmu PONV (*Point of Non-Viability*) występującego w wybranych emisjach obligacji CoCos AT1.

Adekwatność kapitałowa banku podlega badaniu i ocenie nadzorczej (tzw. BION). W procesie tym nadzór dokonuje weryfikacji, czy właściwie są stosowane przez dany bank przepisy CRD IV i CRR, standardy techniczne zawarte w wydawanych na ich podstawie rozporządzeniach KE, ustawy (głównie prawo bankowe) i rozporządzenia, a także uchwały, rekomendacje i dobre praktyki rynkowe. Zgodnie z zaleceniami EBA bank jest na progu upadłości lub jest upadłością zagrożony, jeżeli obiektywnie wskazują na to: pozycja kapitałowa, pozycja płynnościowa oraz inne wymogi warunkujące uzyskanie zezwolenia na prowadzenie działalności<sup>41</sup>. Zdarzeniem inicjującym zastosowanie mechanizmu wczesnej interwencji, zgodnie z EBA, jest ocena BION 4<sup>42</sup>, natomiast ocena BION F<sup>43</sup> jest przesłanką do rozpoczęcia

<sup>36</sup> A. Gardella, [w:] D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European...*, *op. cit.*, s. 387.

<sup>37</sup> Art. 56 dyrektywy BRR.

<sup>38</sup> Art. 57 dyrektywy BRR.

<sup>39</sup> Art. 37 ust 10. dyrektywy BRR.

<sup>40</sup> M. Schillig, *Resolution...*, *op. cit.*, s. 286.

<sup>41</sup> Art. 32 ust. 6 dyrektywy 2014/59/EU oraz wytyczne EBA z 6 sierpnia 2015 r. (EBA/GL/2015/07).

<sup>42</sup> *Draft guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP) and supervisory stress testing*, EBA/GL/2014/13, European Banking Authority, 20.09.2017.

<sup>43</sup> Art. 101 ust. 7 pkt 1 ustawy o BFG. Ustawa z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji, Dz.U. 2016 poz. 996.

procedury *resolution*. W jej ramach może nastąpić konwersja instrumentów kapitałowych, w tym m.in. umorzenie lub konwersja zobowiązań<sup>44</sup>. Mechanizm *bail-in* ma za zadanie takie ustabilizowanie sytuacji instytucji finansowej przez absorpcję strat, aby podnieść jej wartość do zera, a następnie poprzez rekapitalizację do poziomu wymogów kapitałowych określonych przez CRR.

Mechanizm umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych ma węższy zakres od mechanizmu *bail-in*, ponieważ ma on zastosowanie jedynie do instrumentów kapitałowych, czyli funduszy własnych<sup>45</sup>. Umorzenie ma pierwszeństwo przed mechanizmem *bail-in*. Zgodnie z kolejnością ponoszenia strat określoną w dyrektywie BRR<sup>46</sup>, w pierwszym rzędzie ponoszone są one przez posiadaczy instrumentów, które kwalifikują się jako fundusze własne. Instrumenty kapitałowe umarza się niezwłocznie gdy zajdzie przynajmniej jedna ze wskazanych przesłanek, np. bank znajdzie się na skraju upadłości. W przypadku uruchomienia procedury *resolution*, jego organ ma władzę dyskrecyjną i nie jest ograniczony przesłankami interesu publicznego, aby przeprowadzić umorzenie instrumentów CET1 albo umorzenie lub konwersję instrumentów AT1 lub T2.

Pierwsze doświadczenia zastosowania *bail-in* w postępowaniach *resolution* dotyczyły przypadków banków<sup>47</sup>: Banco Popular Español, Monte dei Paschi di Siena oraz Banco Popolare di Vicenza i Veneto Banca; jedynie w pierwszym przypadku nie zostały zaangażowane środki publiczne<sup>48</sup>.

Instrumenty AT1 mają zbyt nisko ustawiony poziom inicjujący (*trigger*) absorpcji strat. W efekcie zamiast umożliwić absorpcję strat jeszcze w czasie normalnego funkcjonowania banku, instrumenty te podlegają absorpcji dopiero wtedy, gdy bank znajdzie się na skraju upadłości. Ponadto obligacje CoCos o niskim poziomie inicjacji 5,125% (*low trigger*) obejmują aż 43% wyemitowanych instrumentów AT1 (wg stanu na połowę 2018 roku). Część regulatorów krajowych podniosło swoje wymogi minimalnej poprzeczki AT1 CoCos do wysokości 7% (m.in. Wielka Brytania, Szwecja, Szwajcaria i Dania).

Mechanizm *bail-in* wymaga od banków posiadania minimalnych funduszy własnych i kwalifikowanych zobowiązań (*Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*, MREL)<sup>49</sup>. Wymóg ten obejmuje proces restrukturyzacji (*recovery*)

<sup>44</sup> Art. 70 ust. 1 pkt 2 ustawy o BFG.

<sup>45</sup> Art. 2 pkt 74 dyrektywy BRR.

<sup>46</sup> Pkt 81 preambuły dyrektywy BRR.

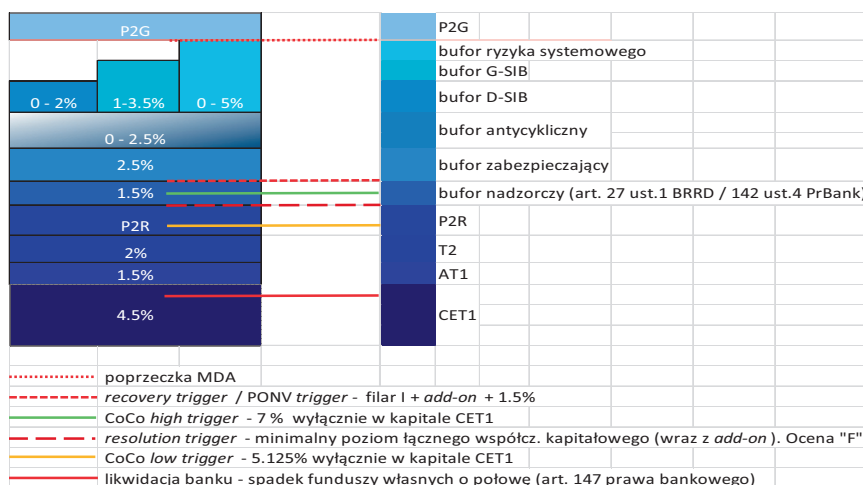
<sup>47</sup> A. Kowalski, *Przymusowa restrukturyzacja banku (resolution) w praktyce – przypadki Banco Popular Español, Monte dei Paschi di Siena oraz Banco Popolare di Vicenza i Veneto Banca*, „Monitor Prawniczy” 2018, nr 22, s. 1107–1116.

<sup>48</sup> W Polsce BFG zainicjował procedurę przymusowej restrukturyzacji w przypadku: Banku Spółdzielczego w Przemkowie, Podkarpackiego Banku Spółdzielczego w Sanoku oraz Idea Banku S.A. Strona Przymusowa restrukturyzacja Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, <https://www.bfg.pl/przymusowa-restrukturyzacja/> (dostęp: 21.02.2021).

<sup>49</sup> Art. 45 dyrektywy BRR. Sposób kalkulacji MREL zawiera Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/1450 z dnia 23 maja 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających kryteria doty-

i uporządkowanej likwidacji (*resolution*) problematycznego banku. Składa się on z kwoty umożliwiającej pokrycie strat oraz rekapitalizację, której celem jest zapewnienie spełnienia wymogów regulacyjnych i przywrócenia wiarygodności rynkowej. MREL różni się od wymogów kapitałowych określonych przez CRR, a także od zaimplementowanego w UE z końcem 2019 r. TLAC (*Total Loss Absorbing Capacity*). W ramach MREL mniejsze banki w większym stopniu zmuszone są do pozyskania dodatkowego kapitału<sup>50</sup>, dlatego mechanizm ten konserwuje problem banków zbyt dużych aby upaść. Z tych też powodów podjęto prace nad zbliżeniem wymagań kapitałowych MREL i TLAC.

Rysunek 5. Zdarzenia inicjujące względem kapitału banku



Źródło: P. Jaworski, A. Kowalski, K. Liberadzki, M. Liberadzki, *Obowiązki...*, op. cit., s. 88.

Cel TLAC jest taki sam jak MREL, a mianowicie zachowanie krytycznych funkcji instytucji finansowej bez angażowania środków publicznych. MREL dotyczy banków EOG, podczas gdy TLAC banków o globalnym znaczeniu systemowym. TLAC, podobnie jak MREL, wyróżnia kwotę absorpcji strat (*Loss Absorbing Amount, LAA*) jak i kwotę rekapitalizacji (*Recapitalization Amount, RA*). MREL ma zapewnić absorpcję strat w sytuacji kryzysowej, podczas gdy TLAC w każdym momencie. W standardzie TLAC występuje wymóg podporządkowania (*subordination requirement*), który oznacza, że zobowiązania, którymi globalne banki systemowe go wypełniają, mu-

czące metody ustalania wysokości minimalnego wymogu w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowalnych.

<sup>50</sup> B. Berger, P. Hüttl, S. Merler, *Total Assets Versus Risk Weighted Assets: Does It Matter for MREL?*, „Bruegel Policy Contribution” 2016, no. 12, s. 8.

szą plasować się poniżej zobowiązań wyłączonych z TLAC<sup>51</sup>. Podporządkowanie to może mieć charakter: ustawowy (przepisy prawne), kontraktowy (umowa między emitentem i inwestorem, np. warunki emisji) lub strukturalny (określona struktura korporacyjna). Zgodnie z opinią EBC, UE przyjęła podporządkowanie kontraktowe jako rozwiązanie wspólnotowe<sup>52</sup>, odpowiednio zmieniając dyrektywę BRR poprzez dodanie kryteriów kwalifikacji długu dla potrzeb MREL<sup>53</sup>. W ten sposób europejskie banki uzyskały możliwość emisji nowego instrumentu finansowego.

Ujednoczenie regulacji kwalifikujących instrumenty MREL i TLAC powoduje, że globalne banki systemowe mogą wypełnić oba wymogi za pomocą jednej emisji subsenioralnej, natomiast wymóg podporządkowania w ramach TLAC, obejmujący wcześniej tylko globalne banki systemowe, uległ rozszerzeniu na ogół banków podlegających MREL. Podczas gdy globalne banki systemowe już muszą emitować nowe instrumenty, pozostałe banki podlegające MREL mają na to czas do 1 stycznia 2023 r., i otwarte pozostaje pytanie o chłonność rynku na zwiększoną podaż tych instrumentów, szczególnie jeśli nastąpi kumulacja emisji przed wymaganym terminem.

Klasyczny dług senioralny podlega mechanizmowi *bail-in* i może być umorzony albo skonwertowany przymusowo na kapitał lub hybrydowe instrumenty AT1 lub T2, natomiast według organów nadzoru i *resolution* na potrzeby MREL nie powinno się emitować długu senioralnego. Także rynek oczekuje stworzenia nowej klasy instrumentów zapewniających bezpieczny bufor dla długu senioralnego. Spełnienie wymogu MREL długiem subsenioralnym wychodzi więc naprzeciw zarówno oczekiwaniom regulacyjnym, jak i rynkowym, aczkolwiek istnieje obawa bariery popytowej.

Prawo angielskie jest przez emitentów instrumentów dłużnych najczęściej wybieranym systemem prawnym na eurorynku. Dotyczy to także instrumentów emitowanych w ramach MREL, jak i obligacji hybrydowych AT1 i T2. Ma to istotne znaczenie z uwagi na wystąpienie Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Z tego powodu EBA rekomenduje, aby banki europejskie swoje kolejne emisje realizowały pod prawem państwa członkowskiego UE.

Umorzenie instrumentów kapitałowych w ramach *bail-in* stanowi swoiste uzupełnienie CRR i powoduje taki sam efekt jak zdarzenie PONV inicjujące konwersję lub umorzenie instrumentu hybrydowego. Inicjacja procedury *resolution* w momencie PONV, kiedy bank staje na skraju upadłości, jest bardziej skutecznym rozwiązaniem niż poleganie na współczynniku kapitałowym ponieważ instytucja finansowa, będąc w stanie krytycznym, nie musi jednocześnie jego naruszać<sup>54</sup>. Instrumenty

<sup>51</sup> *Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution*, Financial Stability Board, 09.11.2015, pkt 6-7 i 15-16.

<sup>52</sup> Propozycja KE z 23.11.2016 r. COM(2016) 853 final, 2016/0363 (COD).

<sup>53</sup> W grudniu 2017 r. została uchwalona dyrektywa zmieniająca BRRD w obszarze hierarchii roszczeń. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2399 z dnia 12 grudnia 2017 r. zmieniająca dyrektywę 2014/59/UE w odniesieniu do stopnia uprzywilejowania niezabezpieczonych instrumentów dłużnych w hierarchii roszczeń w postępowaniu upadłościowym.

<sup>54</sup> A. Cahn, P. Kenedijan [w:] D. Busch, G. Ferrarini (red.), *European Banking...*, *op. cit.*, s. 238.



kwalifikowane *bail-in*, a w szczególności nowa klasa aktywów subsenioralnych (*sub-senior*), również służą absorpcji strat *ex ante*, ale banki, które mają w swoich księgach instrumenty TLAC innych podmiotów finansowych, muszą je odliczyć<sup>55</sup>.

## Podsumowanie

Podłożem ostatniego globalnego kryzysu finansowego lat 2008–2009 było nadmierne lewarowanie się największych instytucji finansowych. Dlatego też celem działań podmiotów regulacyjnych było dążenie do zwiększenia kapitalizacji banków tak, aby były one bardziej odporne na straty, a także, by ewentualna ich restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja obciążały przede wszystkim akcjonariuszy i obligatariuszy (*bail-in*) zamiast angażować środki publiczne (*bail-out*). Rozwiązania i instrumenty Bazylei II nie zapewniły odpowiedniej absorpcji strat banków. Uniknięcie ponownie takiej sytuacji stało się fundamentem dla przeprowadzonych zmian regulacyjnych w zakresie ilości i jakości wymaganego kapitału. Reforma hybrydowych instrumentów finansowych w ramach Bazylei III stanowi rozwiązanie kompromisowe wzmacniające jakość kapitału bankowego, czyli jego zdolność do absorpcji strat, przy uwzględnieniu możliwości jego zgromadzenia na rynku kapitałowym.

Rozporządzenie CRR wymaga od banków zwiększenia przede wszystkim kapitału najwyższej jakości (CET1) do poziomu 14,5% RWA i wielkość ta może ulec zwiększeniu z uwagi na wymagania filara 2 (P2R i P2G). Kapitał CET1 stanowi więc główny instrument absorpcji strat, a hybrydowe instrumenty finansowe AT1 (1,5% RWA) i T2 (2% RWA) mają w tym zakresie niewielkie znaczenie.

Główną cechą obligacji AT1 jest ich przymusowa konwersja na kapitał CET1 lub umorzenie w przypadku wystąpienia zdarzenia inicjującego. Opiera się ono na wielkości wskaźnika wypłacalności CET1, a nie na rynkowej cenie akcji, która jest podatna na manipulację i na którą wpływ ma płynność rynku. Ponadto przeważająca część europejskich banków nie jest notowana na giełdzie. Stosunkowo wysoka kapitalizacja banków w Europie i rosnące wymogi kapitałowe powodują, że ryzyko wystąpienia zdarzenia inicjującego jest niewielkie. Emisje obligacji AT1 przeprowadziły tylko głównie największe banki europejskie. Dalsze rosnące wymogi kapitałowe wynikające z wprowadzenia IFRS<sup>56</sup>, a w przyszłości Bazylei IV, jeszcze bardziej oddalają ryzyko uruchomienia zdarzenia inicjującego (*distance to trigger*). Kolejne testy warunków skrajnych (tzw. *stresstesty*), zrealizowane w latach 2016 i 2018, nawet w pesymistycznych scenariuszach nie wykazały przekroczenia barier uruchamiających procedurę przymusowego umorzenia lub konwersji.

<sup>55</sup> *Principles on Loss-absorbing...*, *op. cit.*, s. 17.

<sup>56</sup> IFRS Financial Instruments, strona The International Financial Reporting Standards (IFRS), <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-9-financial-instruments/> (dostęp: 16.01.2021).

Poza przymusowym odpisem wartości nominalnej lub zamianą, nowym rozwiązaniem, które także odróżnia instrumenty hybrydowe wyemitowane w reżimie Bazylei III od wcześniejszego standardu Bazylei II, jest arbitralne lub wymuszone określonymi parametrami progowymi anulowanie płatności kuponowych przez emitenta. Jak wskazuje przykład Deutsche Banku, inwestorzy są wrażliwi na to ryzyko, co prowadzi do zwiększenia zmienności (*volatility*) wyceny instrumentów AT1. Presja rynkowa na banki do niezakłóconej obsługi kuponów wyemitowanych obligacji AT1 wypacza ich kapitałowy charakter, ponieważ sytuacja unieważnienia kuponu (*coupon cancellation*) formalnie nie powoduje złamania zobowiązań umownych banku emitenta (*default*), przybliżając je w praktyce do instrumentów *fixed income*. Absorpcji strat przez przymusowe wstrzymanie obsługi kuponu organa nadzorcze przypisały duże znaczenie po doświadczeniach globalnego kryzysu finansowego lat 2008–2009.

Załamanie się cen wszystkich emitentów obligacji CoCos na początku 2016 r. nie przeniosło się na inne segmenty rynku kapitałowego. Ryzyko zarażenia ogranicza bowiem mechanizm odliczeń CRR, natomiast obecnie nie jest monitorowany pośredni zakup instrumentów CoCos, np. przez zagraniczne spółki danej instytucji finansowej, co powoduje lukę nadzorczą, która wymaga uzupełnienia.

Niewielki udział obligacji AT1 w kapitałach banków wskazuje na zasadność zniesienia wymogu bezkumulacyjnego przesunięcia płatności kuponu (*non-cumulative coupon deferral*), który niepotrzebnie powoduje zwiększenie marży (*spread*), zmienności (*volatility*) i rentowności tych instrumentów. Mechanizm ten był bardziej uzasadniony w pierwotnym kształcie propozycji Komitetu Bazylejskiego, w ramach którego obligacje CoCos miały wypełnić bufory kapitałowe do 13% RWA.

Na tym samym gruncie krytycznie należy ocenić również nadmierne oczekiwania rynku wykupu wyemitowanych instrumentów hybrydowych w dacie pierwszego przedterminowego wykupu (*first call*), na co wskazuje liczenie rentowności tych instrumentów (*Yield to Call*, YTC). Klauzul tych pozbawione są obligacje T2, a ich funkcjonowanie na rynku zachęca do kształtowania przyszłych wymogów regulacyjnych w tym właśnie mniej kosztownym kierunku, dla tej kategorii instrumentów.

Pierwszym testem młodego rynku instrumentów hybrydowych CoCos był przypadek Banco Popular, w którym instrumenty AT1 zostały przymusowo umorzone. Przypadek ten uznaje się za sukces procedury *resolution* ponieważ utrzymane zostały funkcje krytyczne instytucji o znaczeniu systemowym, bez angażowania środków publicznych. Przymusowe umorzenie instrumentów hybrydowych spowodowało jedynie umiarkowaną reakcję rynku w porównaniu z niewiele ponad rok wcześniejszym przypadkiem Deutsche Banku, co wskazuje na wzrost dojrzałości rynku CoCos. Korzyści dla problematycznej instytucji z samego umorzenia instrumentów kapitałowych były stosunkowo niewielkie, dlatego podmiot przejmujący, Banco Santander musiał zapewnić dodatkowe finansowanie *resolution*.

Wskazuje to na występowanie istotnego braku w wachlarzu instrumentów finansowych, które mogą emitować banki. Instrumenty hybrydowe są drogim źródłem finansowania i pokrywają zaledwie do 3,5% RWA. Z kolei tańszy dług senioralny

(*senior debt*) postrzegany jest przez rynek jako bardzo bezpieczny. Rodzi to obawę, że praktyczne stosowanie wobec niego mechanizmu *bail-in* prowadziłyby do podważenia zaufania do tej najpowszechniejszej kategorii długu, prowadząc do wzrostu kosztów finansowania sektora bankowego. Luki tej nie wypełnia Fundusz Przymusowej Restrukturyzacji (*Single Resolution Fund, SRF*), ponieważ środki w wysokości 1% aktywów sektora bankowego mają zostać dopiero zgromadzone. Istnienie luki finansowania *resolution* oznacza, że pomoc publiczna pozostaje nadal jej istotnym źródłem. Z tego względu ważne jest rozwijanie nowej klasy instrumentów *bail-in*, wyposażonych w zdolność do pochłaniania strat w procesie *resolution* – instrumentów senioralnych niepreferowanych (*senior non-preferred*).

Główne wyzwanie dla mechanizmu *bail-in* w ramach CRR i BRRD stanowi określenie i parametryzacja zdarzeń, które inicjują proces przymusowej zamiany na bardziej podporządkowany instrument albo odpis jego wartości nominalnej. Mechanizm *bail-in* powstał w odpowiedzi na brak wystarczającej absorpcji strat Bazylii II, wprowadzając współuczestnictwo obligatariuszy w stratach problematycznego banku, przez przede wszystkim warunkową zamianę lub umorzenie (*contingent conversion or write-down*) oraz ograniczenia MDA i ADI. Z tego względu istotna jest procedura absorpcji strat, która ma ograniczyć ryzyko likwidacji banku w ramach *going-concern* lub procedury *resolution*. Osobną kwestią jest ustalenie właściwych poziomów zdarzeń inicjujących (*triggers*) mechanizm *bail-in*. Osiągnięcie poprzeczki PONV przed przekroczeniem wynikającej z kontraktu wartości współczynnika wypłacalności skutkuje absorpcją strat instrumentów hybrydowych AT1 i T2. Tak więc skutek procesu *resolution* instrumenty T2 zachowują się jak instrumenty AT1. W związku z tym należałoby wyposażać kontraktowe instrumenty T2 i dług subsenioralny w mechanizm przymusowej konwersji ze zdefiniowanym zdarzeniem inicjującym poniżej poziomu PONV. W sytuacji kryzysowej rozwiązanie takie umożliwiłoby automatyzację absorpcji strat, jednocześnie zachowując właściwą hierarchię umorzeń.

Obligacje AT1 należy zreformować, urealnając minimalną wysokość włącznika kontraktowego, poprzez jego podniesienie do poziomu zbliżonego do PONV oraz rezygnując z kosztownego i nieskutecznego rozwiązania przymusowego zaniechania wypłaty kuponu, co skutkuje większą zmiennością cen instrumentów AT1 w stosunku do zmienności wartości współczynnika kapitałowego instytucji finansowej. Wzrost ryzyka wystąpienia kontraktowego zdarzenia inicjującego rekompensowałyby niższe koszty finansowania instrumentami AT1 o wielkość marży wynikającej z ryzyka anulowania wypłaty kuponu. Obecnie rzeczywistymi beneficjentami transferu zysku są inwestorzy posiadający instrumenty AT1 – głównie fundusze hedgingowe wykorzystujące sytuację, że banki unikają wstrzymywania wypłaty kuponu od tych instrumentów, co sprzyja utrwalaniu hazardu moralnego na rynku finansowym.

Mimo że, jak dotąd, konsekwencje pandemii COVID-19 są wyraźnie mniejsze niż ostatniego globalnego kryzysu finansowego lat 2008–2009, utrzymała ona niskie stopy procentowe w strefie euro i przyczyniła się do drastycznych obniżek stóp pro-

centowych w innych krajach, w tym w Polsce. Szacuje się, że rentowność 100 największych banków na świecie obniżyła się w roku 2020 o blisko 3%, a ROE spadło o 6,8%<sup>57</sup>. Było to przede wszystkim wynikiem obniżonych dochodów odsetkowych i wzrostu odpisów na złe kredyty. W tej sytuacji bankom trudno jest znaleźć inwestorów na kapitał najwyższej jakości, ale sprzyja to emisjom obligacji hybrydowych o tak pożądanej przez rynek wyższej rentowności w przedłużających się czasach powszechnych zerowych i ujemnych stóp procentowych.

## Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte

Busch D., Ferrarini G. (red.), *European Banking Union*, Oxford University Press, 2020.

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

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

Schilling M., *Resolution and Insolvency of Banks and Financial Institutions*, Oxford University Press, 2016.

### Artykuły prasowe i okolicznościowe

Basel III: *A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Basel Committee on Banking Supervision, Bazylea, grudzień 2010 r.

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

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

Bolton P., Samama F., *Capital Access bonds: Contingent capital with an option to convert*, „Economic Policy”, kwiecień 2012 r.

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

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

Crouhy M., Galai D., *Are banks special?*, International Risk Management Conference, Luxembourg, June 2015.

<sup>57</sup> 2021 Banking and capital markets outlook. Strengthening resilience, accelerating transformation, Deloitte, 3 December 2020, <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/financial-services/financial-services-industry-outlooks/banking-industry-outlook.html> (dostęp: 20.02.2021).

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

*Draft guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP) and supervisory stress testing*, EBA/GL/2014/13, European Banking Authority, 20.09.2017.

*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, Basel Committee on Banking Supervision, czerwiec 2004 r.

Knepper L., Euro HY Conference 2018: Additional Tier 1, CreditSights, 17.06.2018.

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

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

*Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution*, Financial Stability Board, 9.11.2015.

Propozycja KE z 23.11.2016 r. COM(2016) 853 final, 2016/0363 (COD).

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

*Report on the Monitoring of Additional Tier 1 (AT1) Instruments of European Union (EU) institutions – third update*, European Banking Authority, 20 lipca 2018 r.

Roggi O., Giannozzi A., Mibelli L., *CoCo Bonds, Conversion Prices and risk shifting incentives. How does the conversion ratio affect management’s behaviour?*, Financial Markets, Institutions & Instruments, 2013, New York University Salomon Center.

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

*Standardized templates for Additional Tier 1 (AT1) instruments – Final*, European Banking Authority, 10.10.2016 r.

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

Wytyczne EBA z 6 sierpnia 2015 r. (EBA/GL/2015/07).

### **Dokumenty prawne**

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 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, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE

i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012.

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

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/1450 z dnia 23 maja 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających kryteria dotyczące metody ustalania wysokości minimalnego wymogu w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowalnych.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012.

Ustawa z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji, Dz.U. 2016 poz. 996.

#### **Materiały internetowe**

*2021 Banking and capital markets outlook. Strengthening resilience, accelerating transformation*, Deloitte, 3 December 2020, <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/financial-services/financial-services-industry-outlooks/banking-industry-outlook.html>

Gledhill A., *Contingent Convertibles*, Bloomberg, 12 sierpnia 2020 r. <https://www.bloomberg.com/quicktake/contingent-convertible-bonds>

IFRS Financial Instruments, strona The International Financial Reporting Standards (IFRS), <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-9-financial-instruments/>

*Resolution Cases, strona Single Resolution Board*, <https://srb.europa.eu/en/content/resolution-cases>

Strona Przymusowa restrukturyzacja Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, <https://www.bfg.pl/przymusowa-restrukturyzacja/>