

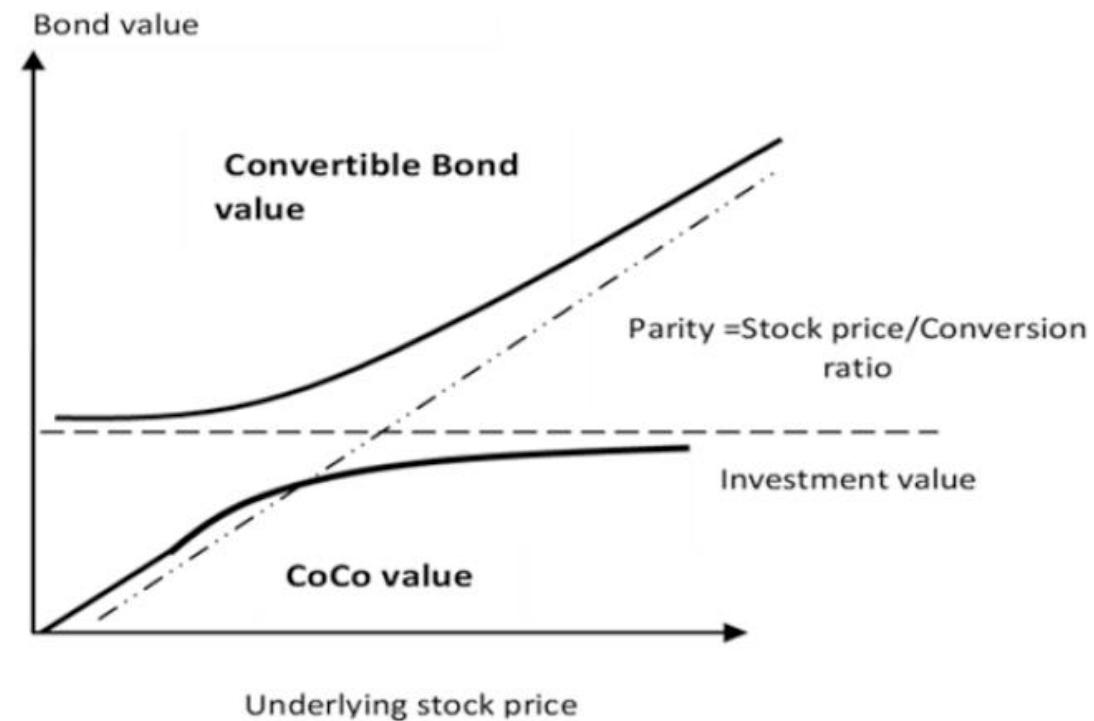
# OBLIGACJE KAPITAŁOWE (*CoCos - Contingent Convertibles*) JAKO NARZĘDZIE ABSORPCJI STRAT UBEZPIECZYCIELI

Warszawa, sierpień 2023 r.



## DROGA DO CoCos

- ✓ Obligacje zamienne / wymienne (*convertibles / exchangeables*)
- ✓ Przymusowo zamienne (*mandatory convertibles*)
- ✓ Obligacje odwrotnie zamienne (*reverse convertibles*)
- ✓ Obligacje katastroficzne (CAT / CATM)
- ✓ ECNs – Lloyds' (2009)
- ✓ SCNs – Rabobank (2010)



Źródło: Liberadzki, Marcin and Liberadzki, Kamil, (2019), Contingent Convertible Bonds, Corporate Hybrid Securities and Preferred Shares, Springer

# RODZAJE ZDARZEŃ INICJUJĄCYCH ZAMIANĘ INSTRUMENTU CoCo NA AKCJE / UMORZENIE

## MOŻLIWE RODZAJE ZDARZEŃ INICJUJĄCYCH

### REGULACYJNE

- ✓ współczynnik wypłacalności
  - ✓ niedochowanie jego określonego poziomu przyjętym w prawie zdarzeniem inicjującym
  - ✓ wady: „patrzy wstecz”

### RYNKOWE

- ✓ Rynkowy kurs akcji
  - ✓ dyskontuje przyszłość
  - ✓ wady: podatny na manipulacje, zależy również od płynności rynku, wiele zakładów nienotowanych na giełdzie, bądź w formie towarzystw ubezpieczeń wzajemnych

### KSIĘGOWE

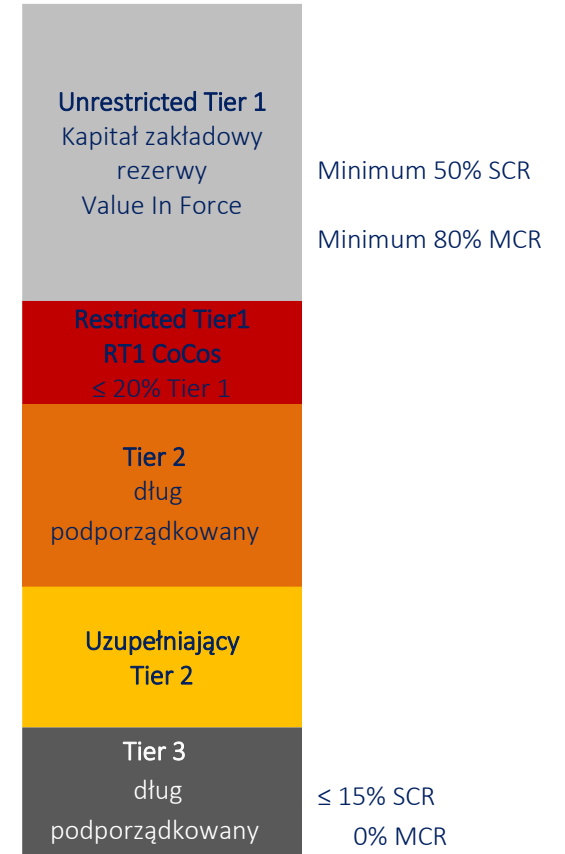
- ✓ Dane z bilansu
  - ✓ wady: dane podatne na manipulacje

### PODWÓJNE

- ✓ „makro” i „mikro”

# WYMOGI KAPITAŁOWE WYPŁACALNOŚĆ II

- ✓ Na podstawie Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2015/35 dopuszczone środki własne Tier 1 muszą być równe co najmniej 50% wymogów kapitałowych SCR (*Solvency Capital Requirements*)
- ✓ Akcje i rezerwy muszą tworzyć 80% środków własnych Tier 1
  - ✓ CoCos Tier 1 mogą wypełnić nie więcej niż 20% środków własnych tej kategorii (nadwyżka zaliczana do uzupełniających pozycji Tier 2)
  - ✓ z uwagi na tę „restrykcję” CoCos zaliczane do Tier 1 określa się mianem *Restricted Tier 1 (RT1)*
  - ✓ pozostałe 50% SCR może składać się z kwalifikowalnych instrumentów Tier 2 i Tier 3, przy czym dług podporządkowany kwalifikowany jako Tier 3 może stanowić nie więcej niż 15% SCR
- ✓ Minimalne wymogi kapitałowe (*Minimal Capital Requirements – MCR*) w 80% muszą zostać pokryte za pomocą akcji zwykłych i rezerw, w pozostałym zaś zakresie – instrumentami RT1 oraz środkami Tier 2



Źródło: Liberadzki, K., & Liberadzki, M. (2023). Absorpcja strat przez obligacje kapitałowe RT1 CoCos, Tier 2 i Tier 3 na gruncie Solvency II oraz IRRD. *Bezpieczny Bank*, 90(1), 103–122  
<https://doi.org/10.26354/bb.6.1.90.2023>

# WŁAŚCIWOŚCI „RESTRICTED TIER 1” (RT1) CoCos

W przypadku wystąpienia zdarzenia inicjującego w postaci naruszenia wymogów kapitałowych Wyłączalność II następuje:

- ✓ obligatoryjna konwersja CoCos na akcje emitenta (*contingent conversion*)

albo

- ✓ czasowe albo definitywne umorzenie w części lub całości ich wartości nominalnej (*temporary/partial i full/permanent write-down*)

Instrumenty CoCos są:

- ✓ głęboko podporządkowane
- ✓ wieczyste (choć wyposażone w opcję *call*)
- ✓ z możliwością przełożenia płatności kuponowej i likwidacji kuponu

## KIEDY ZDARZENIE INICJUJĄCE STANOWI ISTOTNĄ NIEZGODNOŚĆ Z KAPITAŁOWYM WYMOGIEM WYPŁACALNOŚCI II?

Istotna niezgodność z kapitałowym wymogiem wypłacalności II następuje, gdy:

- ✓ kwota pozycji środków własnych dopuszczonych na pokrycie SCR jest równa 75% SCR lub niższa
- ✓ kwota pozycji środków własnych dopuszczonych na pokrycie 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

## POCZĄTKI RYNKU RT1 CoCos

- ✓ w 2016 r. Gjensidige Forsikring wyemitował jako pierwszy europejski zakład ubezpieczeń RT1 (denominowane w koronach norweskich)
- ✓ w jego ślady poszły RSA i holenderski ASR z pierwszą emisją RT1 w euro

## WYBRANE EMISJE RT1 CoCos UBEZPIECZYCIELI

ISIN	Emitent	CCY	Kraj emisji	Nominał w mln	Kupon %	Fitch	S&P	BBG	Data emisji
XS2056490423	ACHMEA BV	EUR	HOLANDIA	500	4,625	BBB-	BB+	BB+	24/09/2019
BE6317598850	AGEAS	EUR	BELGIA	750	3,875	BBB	BBB+	BBB	10/12/2019
DE000A3E5TR0	ALLIANZ SE	EUR	NIEMCY	1 250	2,6	n.d.	A	A-	07/09/2021
FR0013336534	CNP ASSURANCES	EUR	FRANCJA	500	4,75	n.d.	BBB	BBB-	27/06/2018
NO0010965429	GJENSIDIGE FORSK	NOK	NORWEGIA	1 200	2,46	n.d.	BBB	NR	07/04/2021
XS1802140894	PHOENIX GRP HLD PLC	GBP	WLK. BRYT.	500	5,75	BBB	n.d.	NR	26/04/2018
XS1865334020	ROTHESAY LIFE	GBP	WLK. BRYT.	350	6,875	BBB-	n.d.	NR	12/09/2018
DK0030484621	TRYG FORSIKRING	SEK	DANIA	1 000	2,388	n.d.	n.d.	NR	26/02/2021
XS2249600771	UNIPOLSAI ASSICURAZIONI	EUR	WŁOCHY	500	6,375	BB-	n.d.	B+	27/10/2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie Bloomberg oraz raportów zakładów ubezpieczeń



## RT1 CoCos W POLSKIM PRAWIE

- ✓ 1 października 2023 roku weszła w życie ustawa o zmianie ustawy o obligacjach, ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji oraz niektórych innych ustaw\*
  - ✓ umożliwia ona emisję obligacji RT1 CoCos (tzw. obligacji kapitałowych) i kreowanie pożyczek RT1 w oparciu o prawo polskie
  - ✓ dopełnia ona stosowanie Wypłacalność II w Polsce ze względu na umożliwienie krajowym zakładom ubezpieczeń i reasekuracji emisję CoCos

\* np. zmienia kodeks spółek handlowych

# INSTRUMENTY CoCos W RESTRUKTURYZACJI I UPORZĄDKOWANEJ LIKWIDACJI (*RESOLUTION*)

- ✓ możliwość umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych, w tym RT1 CoCos
- ✓ organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji stosuje w sytuacji „utruty rentowności”, a więc w punkcie, który określa się mianem „*point of non-viability*” (PONV)
- ✓ automatyczna (tzw. „kontraktowa”) rekapitalizacja przewidziana w Rozporządzeniu 2015/35, w IRRD uzupełniona zostanie decyzją organu ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji
- ✓ organ w swym działaniu nie będzie związany warunkami emisji instrumentu
- ✓ możliwość umorzenia lub konwersji instrumentu RT1 na mocy decyzji organu *resolution* zanim środki własne spadną do poziomów aktywujących kontraktowe umorzenie/zamianę

# CZY MECHANIZM AUTOMATYCZNEJ REKAPITALIZACJI RÓWNOWAŻY WYŻSZE KOSZTY CoCos ?

## CoCos VS. DŁUG

Jaworski & Liberadzki (2017)\* wykazali, że papiery typu CoCos przy spełnieniu określonych warunków poprawiają wypłacalność emitenta w porównaniu do sytuacji, w której instytucja finansowa emituje zwykłe obligacje nadrzędne (*straight senior bonds*) niezależnie od wielkości emisji papierów CoCo

- ✓ pomiar ryzyka niewypłacalności emitenta z wykorzystaniem metody *Value at Risk* (VaR) oraz *Expected Shortfall* (ES)
- ✓ emitowanie CoCos ma sens wyłącznie wtedy jeśli ich emisja jest ukształtowana tak, że prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia inicjującego przymusową zamianę albo *write-down* jest większe niż poziom istotności alfa przyjęty dla kalkulacji VaR oraz ES
- ✓ teoria obowiązuje przy pewnych warunkach ograniczających: dla przykładu *spread* (rozumiany jako różnica pomiędzy odsetkami jakie płaci instrument CoCo i obligacja zwykła) musi być mniejszy niż 100%

\*Jaworski P., Liberadzki K., Liberadzki M., How does issuing contingent convertible bonds improve bank's solvency? A Value-at-Risk and Expected Shortfall approach, *Economic Modelling*, Volume 60, January 2017, Pages 162-168