

Adam Barembruch\*  
Eugeniusz Gostomski\*\*

## Obligacje przymusowo umarżane lub zamienianie na akcje (CoCos) – koncepcja oraz atrakcyjność w procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków

### Wstęp

Obligacje *contingent convertibles*, zwane CoCos, to obligacje hybrydowe, które w zależności od okoliczności przyjmują cechy kapitału obcego (długu) bądź kapitału własnego (akcji). Taka właściwość wynika z unikalnej konstrukcji tych obligacji, która zakłada, że w razie pogorszenia się sytuacji kapitałowej emitenta podlegają one automatycznie umorzeniu lub zamianie na kapitał własny. Rynek tych obligacji w ostatnich latach rozwija się dynamicznie. Według studium Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei z listopada 2017 r. w latach 2009–2015 na świecie sprzedano w ramach 731 emisji obligacje CoCos o łącznej wartości 521 mld USD [Avdjiev i inni, 2017, s. 3].

Celem artykułu jest przedstawienie koncepcji tych hybrydowych instrumentów finansowych oraz ocena ich atrakcyjności w procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków.

Realizację celu oparto na metodzie analizy i krytyki piśmiennictwa [Apanowicz, 2005, s. 57], która umożliwia wykazanie celowości i aktualności podjętego problemu badawczego, a także daje możliwość identyfikacji dalszych obszarów badań.

### 1. Geneza i aspekty regulacyjne

W 2009 r. na rynku kapitałowym pojawiły się obligacje strukturyzowane, które w przypadku pogorszenia się sytuacji kapitałowej emitenta, określonej *ex ante* i zapisanej w prospekcie emisyjnym, automatycznie są umarżane lub zamieniane na akcje (*contingent convertible securities* – CoCos)<sup>1</sup>. Po raz pierwszy tego typu obligacje wyemitował angielski bank Lloyds. W razie gdyby wskaźnik wypłacalności Tier I banku spadł poniżej

\* Dr, Katedra Bankowości i Finansów, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, adam.barembruch@ug.edu.pl

\*\* Prof. UG dr hab., Instytut Handlu Zagranicznego, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 119, 81-701 Sopot, egostomski@wp.pl

<sup>1</sup> W języku polskim nie mają one jeszcze nazwy, ale w prasie pojawiło się już określenie „znikające obligacje” i „obligacje przymusowo zamienne” [Kosiński, 2017].

5%, automatycznie podlegały one zamianie na kapitał własny banku. W 2011 r. CoCos wyemitował Credit Suisse, ale dynamiczny rozwój rynku tych papierów rozpoczął się w 2013 r., gdy określone zostały warunki zaliczenia ich do kapitału własnego banków i wyjaśniono kwestie podatkowe związane z zaliczaniem do kosztów uzyskania przychodów emitenta wypłacanych przez niego odsetek. Jeszcze tego samego roku na rynku pojawiły się obligacje typu CoCos hiszpańskiego banku BBVA, a w 2014 r. wyemitował je Deutsche Bank i inne duże banki europejskie, za którymi poszły banki i w mniejszym stopniu towarzystwa ubezpieczeniowe na innych kontynentach. W 2015 r. wolumen obligacji strukturyzowanych CoCos, uplasowanych na rynku przez 29 banków europejskich, przekroczył 100 mld euro [Hünsele, 2015, s. 590].

Geneza obligacji CoCos związana jest przede wszystkim z wprowadzeniem, pod wpływem globalnego kryzysu finansowego, przez unijnych oraz narodowych regulatorów rynku finansowego w krajach europejskich i poza Europą wyższych wymagań w zakresie kapitałów własnych banków. Oczekuje się, że emisja tych papierów przez banki bardziej uodporni je na przyszłe kryzysy finansowe. Innym motywem emisji CoCos są przeprowadzane przez Europejski Nadzór Finansowy (EBA) testy warunków skrajnych (stress-testy). Jeżeli taki test wykaże braki w danym banku i zagrożenie wysokim ryzykiem, to musi on pozyskać dodatkowy kapitał własny, co może uczynić m.in. za pomocą emisji właśnie obligacji CoCos.

Spśród aktów prawnych na poziomie Unii Europejskiej, które wpłynęły na rozwój rynku omawianych tutaj obligacji, na uwagę zasługuje przede wszystkim obowiązujący od początku 2014 r. i oparty na Bazylei III pakiet CRD IV/CRR (*Capital Requirements Directive IV/Capital Requirements Regulation*), który dotyczy wielkości i jakości wymaganego kapitału regulacyjnego w bankach, oraz przyjęta również w 2014 r. dyrektywa BRRD (*Bank Recovery and Resolution Directive*), stanowiąca fundament jednolitego europejskiego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków. Dyrektywa BRRD zmierza do tego, aby ciężar restrukturyzacji i konsekwencje upadłości banku ponosili jego właściciele i wierzyciele, a nie podatnicy. Instrumentem zwiększającym zdolność banku do absorpcji strat są właśnie obligacje CoCos.

Celem emisji CoCos jest pozyskanie głównie przez banki dodatkowego kapitału własnego (*additional Tier I*) i tym samym spełnienie przez nie wymogów regulacyjnych w zakresie kapitału własnego. Kapitał ten banki uzyskują w korzystnym dla nich okresie, a wykorzystują go, gdy znajdują się w trudnej sytuacji kapitałowej i nie mają szansy uplasowania na rynku nowej transzy akcji. Według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (IFRS) środki pozyskane ze sprzedaży CoCos

klasyfikowane są do bilansowego kapitału własnego już od momentu emisji, natomiast według prawa cywilnego dopiero po ich zamianie na akcje. Dla banków istotne znaczenie ma zaliczenia obligacji CoCos do dodatkowego kapitału własnego banku Tier I. Może to nastąpić tylko wtedy, gdy spełnione zostaną następujące warunki:

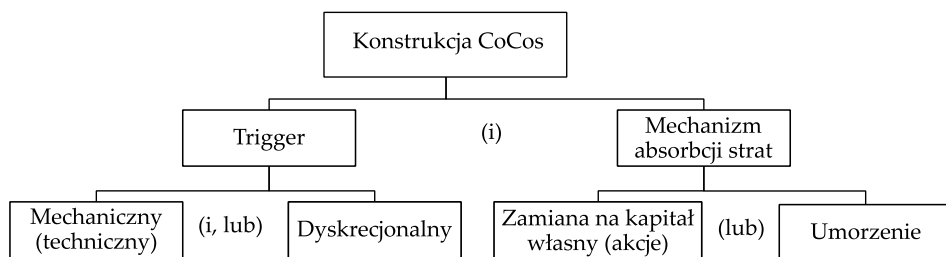
- w warunkach emisji obligacji musi być przewidziana procedura ich zamiany na akcje bądź udziały oraz umorzenia zarówno kapitału, jak i odsetek;
- czas trwania ich obiegu jest nieograniczony, a więc muszą to być papiery wieczyste;
- wypowiedzenie obligacji CoCos lub ich wykup może nastąpić tylko za zgodą władz nadzoru finansowego;
- płatność odsetek inwestorom musi być uzależniona od sytuacji kapitałowej emitenta [Tophoven i inni, 2014].

## 2. Koncepcja obligacji CoCos

Obligacje CoCos ze względu na ich pośrednią formę między kapitałem własnym a kapitałem obcym nazywane są obligacjami hybrydowymi, ponieważ kapitał ten – w sytuacjach „normalnych” powinien zachowywać się jak dług, zaś w przypadku napięć finansowych wykazywać cechy akcji [Liberadzki, Liberadzki, 2016, s. 56].

Obligacje CoCos stanowią bezterminowe i z reguły o stałym oprocentowaniu bankowe papiery dłużne, które w razie wystąpienia określonego z góry w warunkach emisji zdarzenia (*trigger*) zostają automatycznie zamienione na akcje lub umorzone przez bank. Konstrukcję obligacji CoCos przedstawia rysunek 1.

Rysunek 1. Konstrukcja CoCos



Źródło: [Avdjiev i inni, 2013, s. 45].

W przeciwieństwie do tradycyjnych obligacji zamienianych na akcje, w przypadku których zamiana jest prawem obligatariusza, z którego może on skorzystać w określonym momencie (mechanizm *convertibles*), w przypadku obligacji CoCos wymiana jest wymuszona, kiedy kapitał własny

lub inny parametr banku spada poniżej określonego wcześniej poziomu. Jest to unikalna cecha obligacji CoCos, będąca fundamentem mechanizmu absorpcji strat.

Generalnie możemy wyróżnić dwa rodzaje *trigger*: mechaniczny (techniczny) i dyskrejonalny. Ten drugi sposób określenia zdarzenia powodującego uruchomienie mechanizmu zamiany/umorzenia papierów CoCos zależy od uznania trzeciej instancji, którą najczęściej jest organ nadzorczy. Technicznymi zdarzeniami mającymi wpływ na dalsze losy CoCos mogą być: spadek wskaźnika adekwatności kapitałowej banku poniżej określonego *ex ante* poziomu, przekroczenie przez kurs akcji dolnej granicy ustalonej przez emitenta czy oczekiwany przez inwestorów nabywających papiery danego banku poziom premii za ryzyko (*Credit Default Swaps*). Bardziej elastyczny jest *trigger* o charakterze dyskrejonalnym, który opiera się na szacunkach (ocenie) władz nadzorczych, że dany bank utracił zdolność samodzielnego funkcjonowania na rynku i konieczna jest zamiana wyemitowanych przez niego CoCos na akcje lub ich umorzenie. W praktyce częściej stosowany jest *trigger* o charakterze technicznym niż dyskrejonalnym. Jeżeli poziom wskaźnika uruchamiający określone postępowanie z papierami CoCos będzie określony na wysokim poziomie (*mechanical trigger*), to szybciej nastąpi zamiana tych obligacji na akcje, a więc będą one służyły jako bieżący bufor chroniący bank przed kryzysem. Natomiast wyznaczenie *trigger* na niskim poziomie powoduje, że do zamiany papierów lub ich umorzenia może dojść dopiero w dalszej perspektywie. Oznacza to, że w tym wypadku CoCos nie mają służyć do zapobiegania kryzysowej sytuacji, lecz do zwalczania kryzysu [Huthmann, Heidt, 2016, s. 4–5].

Mechanizm absorpcji strat w przypadku obligacji CoCos może polegać na:

- 1) zamianie na akcje – nabywca uzyskuje więc za swoje CoCos z góry ustaloną liczbę akcji lub pulę akcji o określonej wartości (w drugim wariantcie liczba otrzymanych akcji będzie zależała od ich kursu rynkowego);
- 2) umorzeniu, które może mieć charakter trwały (całkowity lub częściowy) lub czasowy.

W przypadku trwałego umorzenia w razie wystąpienia trudnej sytuacji kapitałowej ich emitenta (*trigger*) automatycznie i bez odwrotu zostają one całkowicie lub częściowo umorzone (w krajach UE w 2017 r. stanowiły one 48% wszystkich obligacji CoCos). W efekcie nabywcy tych papierów ponoszą stratę, natomiast zobowiązania emitenta ulegają redukcji. Emitent uzyskuje zysk nadzwyczajny, który przyczynia się do wzrostu jego funduszy własnych.

W przypadku obligacji podlegających czasowemu umorzeniu, po przewyciężeniu przez emitenta trudności kapitałowych, CoCos zostają ponownie przywrócone na rynek (emitent odnotowuje wówczas nadzwyczajną stratę) i od tego momentu ich posiadaczom wypłacane są należne odsetki.

CoCos z reguły są papierami podporządkowanymi, tzn. w razie upadłości emitenta służą one do ochrony interesów wierzycieli, którzy są zaspokajani przez syndyka przed nabywcami tych obligacji. Tylko w wyjątkowej sytuacji i to jedynie za zgodą nadzoru finansowego mogą one zostać wypowiedziane. Nabywcy obligacji CoCos jako wynagrodzenie za wysokie ryzyko, na które są narażeni, otrzymują relatywnie wysokie odsetki, jeżeli tylko ich wypłata na skutek trudności kapitałowych emitenta nie zostanie przez niego wstrzymana [Huthmann, Heidt, 2016, s. 5–8].

### 3. Atrakcyjność obligacji CoCos

#### 3.1. Perspektywa emitenta i regulatorów

Z perspektywy emitenta i regulatorów obligacje hybrydowe CoCos stanowią dodatkowo, oprócz kapitału własnego, instrument absorpcji strat banków, który może być wykorzystany w obliczu grożącego im kryzysu. Jak już wcześniej wspomniano, podlegają one bez zgody ich nabywców całkowitemu umorzeniu lub zamianie na kapitał własny. Umorzenie ich oznacza dla banku zysk nadzwyczajny, który może być przeznaczony na pokrycie strat, zaś zamiana na akcje prowadzi do poprawy wskaźnika adekwatności kapitałowej banku i bank nie musi ograniczać akcji kredytowej, aby sprostać nadzorczym wymaganiom kapitałowym.

Jednakże skuteczność CoCos jako instrumentu poprawy sytuacji kapitałowej banku może być niska, gdy *trigger*, a więc wskaźnik kapitałowy Tier 1 lub CET 1, bądź inny uruchamiający mechanizm ich umorzenia lub zamiany na akcje, będzie ustalony na bardzo niskim poziomie. Wtedy bowiem prawdopodobieństwo, że CoCos zostaną umorzone lub zamienione na kapitał własny jest bardzo małe. Ze względu na złożoność tych obligacji jest bardzo trudno jednoznacznie stwierdzić, czy są one dla banku tańszym instrumentem podwyższenia poziomu kapitału regulacyjnego niż akcje.

Z punktu widzenia nadzoru bankowego obligacje CoCos są właściwym środkiem poprawy sytuacji kapitałowej banków, a przy tym dobrze wpisują się w dążenie instytucji nadzorczych, aby straty banków pokrywane były przez ich właścicieli przy udziale dużych wierzycieli (ratowanie banku metodą *bail-in*), a nie pieniędzmi podatników (ratowanie metodą *bail-out*). Dla banków są one dosyć droгим instrumentem pozyskiwania środków, ale gdy znajdują się one w trudnej sytuacji pozwalają przerzucić przynajmniej część ciężaru strat na nabywców tych obligacji.

Warto podkreślić, że 80% wszystkich obligacji CoCos wyemitowanych w krajach Unii Europejskiej zaliczanych jest do kapitału uzupełniającego (*additinal equity tier 1 – AT 1*) [Deutsche Bundesbank, 2018, s. 57]. Wprawdzie zamiana papierów CoCos na akcje nie powoduje natychmiast poprawy płynności emitenta (banku), ale umożliwia poprawę jego struktury kapitałowej. W sumie bilansowej banku zwiększa się bowiem udział kapitału własnego, a zmniejsza kapitału obcego, co prowadzi do zwiększenia jego możliwości w zakresie refinansowania się na rynku finansowym. Ponadto od momentu zamiany obligacji CoCos na akcje lub ich umorzenia wygasają wszystkie zobowiązania płatnicze emitenta z tytułu tego instrumentu. Tak zaoszczędzone środki może przeznaczyć on na pokrycie swoich strat. W razie upadłości banku obligacje CoCos są traktowane jako kapitał uzupełniający Tier 2, roszczenia ich właścicieli są więc zaspokajane dopiero po zaspokojeniu wszystkich wierzycieli banku.

Zasadniczą wadą CoCos z punktu widzenia emitenta jest ich wysokie oprocentowanie płacone do momentu zamiany na akcje lub ich umorzenia, czyli do czasu wystąpienia zdarzenia określanego jako *trigger*.

Warto zauważyć, że przymus zamiany obligacji na akcje w zdefiniowanych z góry okolicznościach wiąże się z rozwodnieniem kapitału akcyjnego i tym samym utratą wartości pakietów akcji. Powyższa zależność powinna stymulować wśród akcjonariuszy postawy zapobiegające nadmiernej ekspozycji na ryzyko, zachęcając do utrzymywania określonych parametrów banku na bezpiecznym poziomie [Zieliński, 2016, s. 151–152]. Emitent w określonych okolicznościach ma tutaj również prawo wstrzymać czasowo bądź przez dłuższy okres wypłatę należnych nabywcom CoCos odsetek, co nie podlega wyrównaniu w przyszłości, nawet gdy sytuacja kapitałowa emitenta się poprawi. Właściciele obligacji CoCos w tej sytuacji ponoszą więc stratę, podobnie jak ma to miejsce w przypadku umorzenia części lub całości wartości nominalnej instrumentu, w przypadku wystąpienia zdefiniowanego zdarzenia, które odzwierciedla pogorszenie się kondycji finansowej podmiotu regulowanego – emitenta. Przy takim ryzyku ponoszonym przez inwestorów zachętą do ich zakupu jest wysokie oprocentowanie, które obecnie kształtuje się na poziomie od 6 do 8% w skali rocznej, co jest szczególnie korzystne w fazie niskich stóp procentowych na rynkach finansowych.

Na razie obligacje przymusowo zamieniane na akcje lub umarzane bez zgody ich posiadaczy nie odgrywają dużej roli w zwiększaniu wyposażenia banków w kapitał regulacyjny. Jak się wskazuje w literaturze, CoCos nie przeszły dotychczas żadnego poważnego testu, ale z punktu widzenia banków wydają się bardzo obiecujące [Zombirt, 2015, s. 135]. Należy jednak oczekiwać wzrostu ich znaczenia w miarę upowszechniania się wśród

inwestorów wiedzy o stwarzanych przez nie możliwościach i zwiększania ich płynności na rynku. Warto zauważyć, że dotychczas w polskim systemie prawnym banki nie miały możliwości emisji obligacji CoCos (przepisy prawa krajowego wyłączają np. możliwość dokonania przymusowej konwersji obligacji na akcje banku w razie wystąpienia zdefiniowanego zdarzenia). Taka możliwość wymagałaby pełnej implementacji mechanizmu *bail-in* w krajowym porządku prawnym [Liberadzki, Liberadzki, 2016, s. 68–69].

### 3.2. Perspektywa nabywców

Z punktu widzenia nabywców ocena atrakcyjności obligacji CoCos jest silnie uzależniona od stosunku do ryzyka. Pojawia się pytanie, czy relatywnie wysokie oprocentowanie jest w stanie zrekompensować ponadprzeciętne ryzyko, a także mało przejrzyste warunki emisji (prospekt przy ich emisji liczy często 200–300 stron). Dlatego organy nadzoru finansowego mają wątpliwości, czy należy je sprzedawać osobom prywatnym niebędącym profesjonalnymi inwestorami.

Obligacje CoCos są również trudnymi do wyceny instrumentami finansowymi. Już z tego powodu inwestowanie w nie obarczone jest dużym ryzykiem. Jednakże największe ryzyko dla inwestorów nabywających obligacje CoCos wynika z ich funkcji absorbowania strat instytucji finansowych poprzez całkowite lub częściowe umorzenie tych papierów bądź zawieszenie przez emitenta wypłaty odsetek. Najczęściej następuje to w sytuacji, kiedy emitent ma problemy z utrzymaniem wskaźnika adekwatności kapitałowej na poziomie wymaganym przez nadzór finansowy. W tym przypadku inwestor może stracić cały zainwestowany kapitał. Jako właściciel papierów podporządkowanych ponosi też stratę w razie upadłości emitenta. Jego roszczenia są bowiem zaspokajane dopiero po zaspokojeniu roszczeń wierzycieli, a więc kiedy praktycznie syndyk nie dysponuje już możliwą do spieniężenia masą upadłościową. Ponadto inwestorzy są narażeni na ryzyko błędnej wyceny aktywów banku i rewizję wag ryzyka stosowanych przez władze nadzorcze, co może spowodować, że szybciej przekroczony zostanie próg dający emitentowi prawo umorzenia obligacji CoCos lub wstrzymania wypłaty odsetek.

Klientowi prywatnemu kupującemu obligacje strukturyzowane jest bardzo trudno oszacować prawdopodobieństwo wystąpienia po stronie emitenta wszystkich tych zdarzeń, niekorzystnie wpływających na wynik jego inwestycji. Często więc ignoruje ryzyko, jakim obarczone jest inwestowanie w CoCos, i przy ich zakupie kieruje się tylko wysokim oprocentowaniem. Z tego powodu organy sprawujące nadzór nad rynkiem finansowym odnoszą się z dużą rezerwą do sprzedawania ich osobom prywatnym. Poza tym banki, sprzedając te instrumenty osobom prywatnym, mogłyby popaść

w konflikt interesów. Banki muszą bowiem przy wyborze produktów oferowanych klientom zwracać uwagę na to, aby były dla nich zrozumiałe i uwzględniały ich potrzeby, a tych kryteriów CoCos w pełni nie spełniają. Zatem banki w razie ich sprzedaży osobom prywatnym i poniesienia przez nie straty narażałyby się na procesy sądowe o wypłatę im odszkodowania.

Również inni inwestorzy napotykają trudności przy określaniu prawdopodobieństwa zamiany lub umorzenia obligacji CoCos. Trudności te wynikają z braku potrzebnych danych empirycznych, ponieważ dotychczas takie zdarzenie jeszcze nie wystąpiło. Ciągłe mało jest opracowań naukowych na temat tych innowacyjnych papierów, a te, które są dostępne, nie koncentrują się na ryzyku, jakim obarczony jest ich nabywca, lecz na korzyściach dla emitentów. Problem oceny ryzyka związanego z inwestowaniem w CoCos tylko częściowo rozwiązuje rating nadawany im przez znaną na świecie agencję ratingową Moody`s czy Fitch, ale tylko nieliczne emisje taki rating posiadają i jest to raczej niski rating. Moody`s zaznacza, że może nadać rating tylko tym obligacjom CoCos, które w warunkach emisji mają jednoznacznie zapisane, kiedy i w jakich okolicznościach mogą być umorzone lub zmienione na akcje. Oznacza to, że *trigger* musi mieć charakter obiektywny i mierzalny, a nie dyskrecyjony [Frank, 2014, s. 7].

#### 4. Wielkość i struktura rynku obligacji CoCos

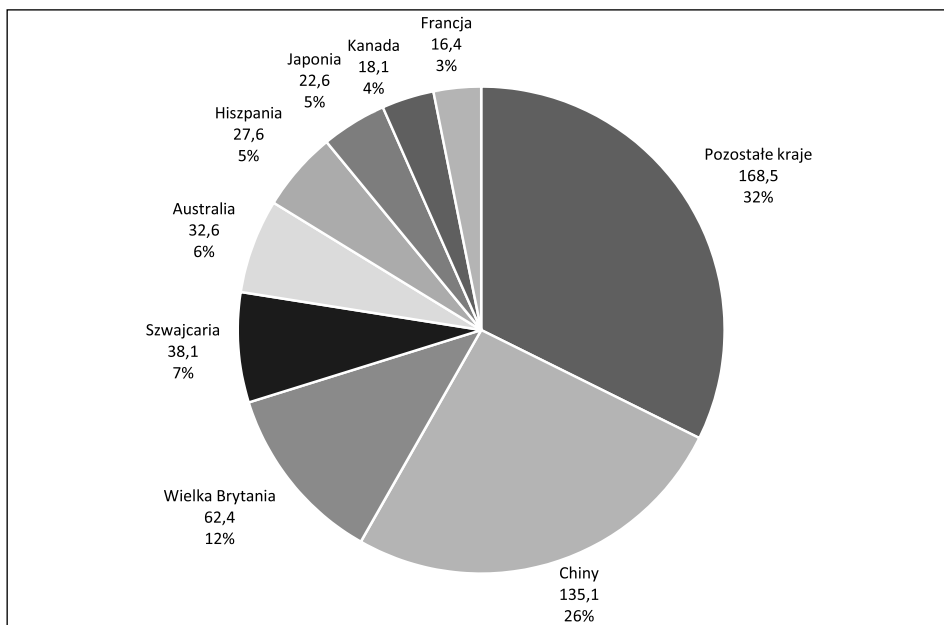
W latach 2009–2015 w ramach 731 emisji uplasowane zostały na rynkach kapitałowych na świecie obligacje CoCos o łącznej wartości 521 mld USD. Największymi emitentami są duże banki chińskie, brytyjskie, szwajcarskie, australijskie i japońskie (rys. 2).

Papiery te wyemitowano w różnych walutach: najwięcej w dolarach amerykańskich, euro, funtach brytyjskich, frankach szwajcarskich i jenach (rys. 3).

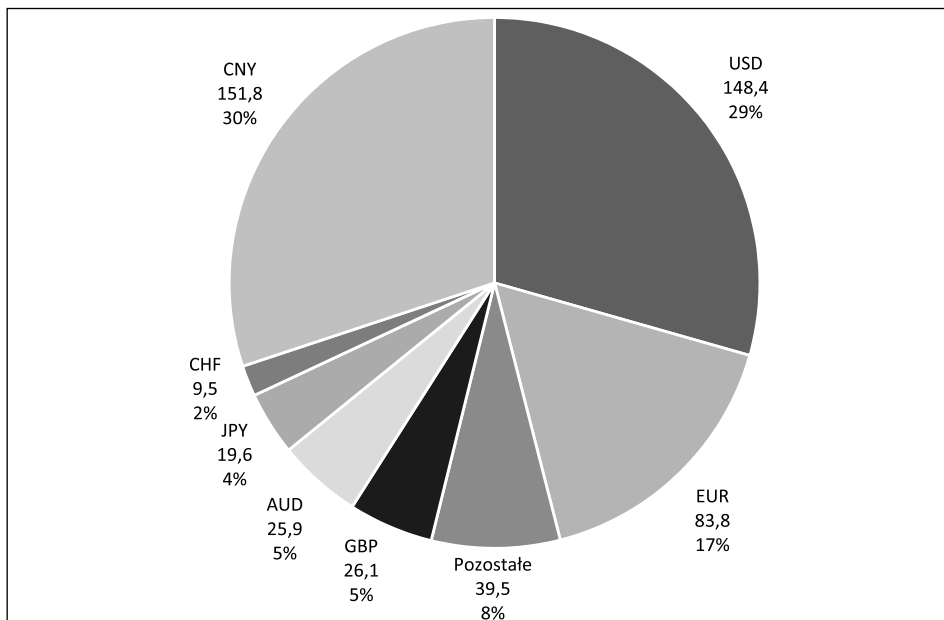
Jak podaje Bundesbank, w samej Europie do końca 2017 r. na rynku znalazły się CoCos z 393 emisji (głównie bankowych) o wartości 230 mld euro, w tym 285 emisji o wolumenie 193 mld euro przypadało na podmioty z krajów Unii Europejskiej [Deutsche Bundesbank, 2018, s. 54].

Do dużych emitentów obligacji CoCos w Europie należy Deutsche Bank. Tylko w 2014 r. wyemitował on w Niemczech, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych w czterech transzach CoCos na łączną sumę 5 mld euro. Zgodnie z warunkami emisji w przypadku spadku wskaźnika wypłacalności banku (Tier I) do poziomu niższego niż 5,125 zostaną one automatycznie zamienione na kapitał własny. Oprocentowanie CoCos w okresie do 2022 r. będzie stałe (6% rocznie), a następnie zmienne – liczone jako suma stopy swapowej pięcioletniej dla euro powiększonej o 469,9 punktów bazowych. Pierwszy termin wypowiedzenia (dla 100% tych obligacji) to 30.04.2022 r.,



**Rysunek 2. Obligacje CoCos wyemitowane w latach 2009–2015 w podziale na kraje (mld USD)**

Źródło: [Avdjiev i inni, 2017, s. 76].

**Rysunek 3. Struktura walutowa wyemitowanych w latach 2009–2015 obligacji CoCos**

Źródło: [Avdjiev i inni, 2017, s. 76].

następne terminy następują co 5 lat. Nie zakłada się obowiązkowego umorzenia tych papierów w krytycznej sytuacji kapitałowej Deutsche Banku, ale nie jest wykluczone trwałe lub czasowe zawieszenie wypłaty odsetek.

Należy podkreślić, że dotychczas nie miało miejsca żadne przymusowe umorzenie ani konwersja CoCos na akcje. Inwestorzy obawiali się tego w przypadku problemów kapitałowych Deutsche Banku, ale ostatecznie jego wskaźnik CET1 nie spadł poniżej 7%, co uruchomiłoby procedurę umorzenia lub zamiany wyemitowanych CoCos na akcje.

## Zakończenie

Obligacje typu *contingent convertible* (CoCo) to hybrydowe papiery wartościowe, które umożliwiają połączenie korzyści wynikających z długu (pozyskiwanie kapitału przez emitenta w korzystnym okresie) i kapitału własnego (automatyczne wykorzystywanie go do poprawy struktury kapitału w z góry zdefiniowanych sytuacjach). U podstaw koncepcji stosowania tego typu instrumentów leży założenie, by w określonych sytuacjach ratować instytucje finansowe przed upadłością ze środków akcjonariuszy i wierzycieli (*bail-in*), zanim będą musiały być ratowane ze środków publicznych, czyli kosztem podatników (*bail-out*) – tak jak to miało miejsce w trakcie ostatniego kryzysu.

Obligacje CoCos stanowią zatem wentyl bezpieczeństwa dla emitentów, natomiast dla inwestorów szansę na wyższy zysk w warunkach podwyższonego ryzyka. O atrakcyjności tego typu instrumentów świadczy znacząca wartość dotychczasowych emisji. W latach 2009–2015 na świecie sprzedano w ramach 731 emisji obligacje CoCos o łącznej wartości 521 mld USD [Avdjiev i inni, 2017, s. 3]. Trudno ocenić, czy ich atrakcyjność w procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków jest wysoka, ponieważ dotychczas nie przeszły one rynkowego testu, tzn. nie doszło do ich automatycznego umorzenia czy konwersji na akcje (choć takie obawy wystąpiły w przypadku Deutsche Banku). Z tego samego powodu trudno ocenić ich atrakcyjność z punktu widzenia nabywców, którzy dotychczas realizowali tylko zyski, nie doświadczając sytuacji, w których materializuje się ryzyko.

Warto zauważyć, że wciąż jest niewiele opracowań na temat tych innowacyjnych instrumentów, a te, które są dostępne, nie koncentrują się na ryzyku, jakim obarczony jest ich nabywca, lecz na korzyściach dla emitentów. Problem oceny ryzyka związanego z inwestowaniem w CoCos tylko częściowo rozwiązuje rating nadawany im przez znaną na świecie agencję ratingową. W Polsce niedoskonałości regulacji krajowych stanowią największą barierę w ich stosowaniu. Prace nad implementacją odpowiednich przepisów unijnych trwają [Kosiński, 2017].

## Literatura

- Apanowicz J. (2005), *Metodologiczne uwarunkowania pracy naukowej: prace doktorskie, prace habilitacyjne*, Difin, Warszawa.
- Avdjiev S., Bogdanova B., Bolton P., Jiang W., Kartasheva A. (2017), *CoCo Issuance and Bank Fragility*, Working Paper No. 23999, National Bureau of Economic Research.
- Avdjiev S., Kartasheva A., Bogdanova B. (2013), *CoCos: a primer*, „BIS Quarterly Review”, September.
- Deutsche Bundesbank (2018), *Contingent Convertible Bonds: Konzeption, Regulierung, Nutzen*, „Monatsbericht / Deutsche Bundesbank”, März, [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichts-aesatz/2018/2018\\_03\\_cocos.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichts-aesatz/2018/2018_03_cocos.pdf?__blob=publicationFile).
- Frank R. (2014), *Contingent Convertible Bonds (CoCos)*, „DVFA Kompendium”, Vol. 1, No. 1.
- Hünseler M. (2015), *Chancen und Risiken von CoCos aus Investorensicht*, „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen: Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse”, Vol. 68, No. 12.
- Huthmann A., Heidt C. (2016), *White Paper Contingent Convertible Bonds – Aufsicht-rechtliche und bilanzielle Gestaltung*, Frankfurt, FAS Financial Solutions Expert. pobrano z [https://www.fas-ag.de/fileadmin/user\\_upload/Publikationen/Studien/contingent-convertible-bonds.pdf](https://www.fas-ag.de/fileadmin/user_upload/Publikationen/Studien/contingent-convertible-bonds.pdf)
- Kosiński K. (2017), *Rząd szykuje znikające obligacje*, [www.pb.pl/rzad-szykuje-znikajace-obligacje-856400](http://www.pb.pl/rzad-szykuje-znikajace-obligacje-856400), dostęp: 9.07.2018.
- Liberadzki K., Liberadzki M. (2016), *O konieczności wprowadzenia w polskim prawie możliwości emitowania przez banki papierów wartościowych typu contingent convertible*, „Bezpieczny Bank”, nr 1 (62).
- Tophoven A., Becker T., Yoo C.-J. (2014), *CoCo-Bonds: Risiken für Privatanleger*, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa\\_bj\\_1410\\_coco-bonds.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa_bj_1410_coco-bonds.html), dostęp: 9.07.2018.
- Zieliński T. (2016), *Dług jako alternatywa kapitału akcyjnego – struktura kapitału regulacyjnego banku*, „Studia Ekonomiczne”, nr 275.
- Zombirt J. (2015), *Contingent Convertible Bonds as an Alternative to Strengthen Banks' Ability in Financing a Real Economy*, „Entrepreneurial Business and Economics Review”, Vol. 3, No. 1.

## Streszczenie

Obligacje hybrydowe (*contingent convertible securities* – CoCos) występują na rynku kapitałowym zaledwie od 10 lat, a według studium Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei z listopada 2017 r. w latach 2009–2015 na świecie sprzedano w ramach 731 emisji obligacje CoCos o łącznej wartości 521 mld USD. Celem artykułu było przedstawienie roli obligacji przymusowo umarżanych lub zamienianych na akcje w procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków. Autorzy w oparciu o dostępną literaturę przedstawili przyczyny pojawienia się tych innowacyjnych papierów na rynku, ich istotę i formy, regulacje prawne dotyczące emisji i warunków zaliczenia ich do kapitału własnego Tier I,

wady i zalety z punktu widzenia emitentów i nabywców, towarzyszące im ryzyko, a także możliwości emisji CoCos w Polsce.

### **Słowa kluczowe**

contingent convertibles, CoCos, bail-in, bail-out

### **The role of contingent convertible securities in the process of single resolution of banks (Summary)**

Contingent convertible securities (CoCos) have been present on the capital market for no more than 10 years. According to a study of November 2017 by the Bank for International Settlements in Basel, in the years 2009–2015, CoCos of total value of USD 521 000 000 000 were sold in 731 issues over the world. The aim of the article was to present the role of contingent convertible securities in the process of single resolution of banks. The authors, based on the available literature, have presented the reasons behind the emergence of these innovative securities on the market, their essence and forms, legal regulations concerning issues and the conditions for qualifying them as Tier 1 capital, the pros and cons from the perspective of the issuers and purchasers, the associated risk, as well as the possibilities of CoCos issues in Poland.

### **Keywords**

contingent convertibles, CoCos, bail-in, bail-out