



**Rekomendacja w zakresie zasad i sposobów
konwersji emisji papierów dłużnych,
w których stosowany jest WIBOR**

**Dokument Narodowej Grupy Roboczej
ds. reformy wskaźników referencyjnych**

Rekomendacja w zakresie zasad i sposobów konwersji emisji papierów dłużnych, w których stosowany jest WIBOR

1. Wprowadzenie

Prezentowane w rekomendacji rozwiązania mają na celu wskazanie uczestnikom rynku finansowego rozwiązań i praktyk w zakresie obsługi dotychczas wyemitowanych papierów dłużnych (tzw. „*portfel legacy*”), których postanowienia dotyczące oprocentowania odwołują się do wskaźnika referencyjnego WIBOR. Rekomendacja zawiera również propozycję treści klauzuli awaryjnej (*fallback clause*) dla nowych emisji zmiennoprocentowych papierów dłużnych, w których stosowany jest WIBOR.

Zalecenia wskazane w niniejszej rekomendacji nie mają charakteru obligatoryjnego i mogą być stosowane przez podmioty rynku finansowego na zasadzie dowolności i na podstawie niezależnych decyzji takiego podmiotu finansowego z uwzględnieniem specyfiki konkretnych emisji.

Niniejsza rekomendacja skierowana jest do podmiotów zaangażowanych w emisje papierów dłużnych, w szczególności emitentów papierów dłużnych („Emitent”) i działających w ich imieniu agentów kalkulacyjnych. Pierwszym etapem prac nad konwersją „portfela legacy” powinna być analiza warunków emisji pod kątem zasad wyznaczenia zamiennika dla WIBOR, która jest opisana w punkcie 3. Wyniki takiej analizy będą stanowiły podstawę do rozpoczęcia rozmów z posiadaczami papierów dłużnych w przypadku decyzji o zmianie warunków emisji (punkt 4) lub wcześniejszym wykupie papierów dłużnych (punkt 5). Rekomendacja nie odnosi się do sposobu ustalania marż ani innych parametrów wpływających na rentowność papierów dłużnych.

Terminy zapisane w niniejszej rekomendacji wielką literą (z wyłączeniem nazw własnych) zostały zdefiniowane w rekomendacji lub w Słowniku Pojęć¹ zredagowanym na potrzeby prac Narodowej Grupy Roboczej („NGR”).

2. Główne założenia dla rekomendacji

Niniejsza rekomendacja została przygotowana przy założeniu wystąpienia Zdarzenia regulacyjnego, tj. zdarzenia skutkującego zaprzestaniem opracowywania wskaźnika referencyjnego WIBOR². Rekomendacja dotyczy więc tylko tych emisji papierów dłużnych, w których odczyt WIBOR na potrzeby ustalenia oprocentowania dokonywany będzie po zaprzestaniu opracowywania WIBOR. W przypadku takich emisji konieczne jest ustalenie, w jaki sposób po tym zdarzeniu będzie wyznaczane oprocentowanie

¹https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=81430&p_id=18 (dostęp 14.09.2023)

²https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/mapa_drogowa_procesu_zastapienia_wskaznikow_referencyjny_ch_79725.pdf (dostęp 14.09.2023). Zgodnie z przyjętą Mapą Drogową gotowość do zaprzestania i publikacji Stawek Referencyjnych WIBID i WIBOR powinna nastąpić w 2025 roku.

lub dostosowanie tych emisji do zasad przyjętych w rekomendacji dla nowych emisji, w których stosowany lub wykorzystywany jest WIRON³. W przypadku pozostałych emisji, np. zapadających lub w których ustalenie oprocentowania dla ostatniego okresu odsetkowego nastąpi przed datą zaprzestania opracowywania WIBOR, nie ma konieczności wprowadzania żadnych zmian.

3. Analiza warunków emisji i listów emisyjnych – pierwszy etap konwersji

Zdaniem ekspertów strumienia Obligacje NGR, pierwszym etapem prac nad konwersją „portfela legacy” papierów dłużnych powinna być weryfikacja czy w warunkach emisji została zawarta Klauzula awaryjna.

W przypadku warunków emisji, które nie zawierają Klauzuli awaryjnej będzie miał zastosowanie zamiennik WIBOR wskazany w rozporządzeniu, o którym mowa w art. 61c ustawy z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym („Rozporządzenie dot. zamiennika”).

Podobnie będzie w sytuacji, gdy zawarta w warunkach emisji Klauzula awaryjna nie przewiduje trwałego zamiennika dla WIBOR (art. 23c ust. 3 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 z późn. zm. („BMR”).

W celu zebrania informacji o rodzajach Klauzul awaryjnych występujących w emisjach nieskarbowych papierów dłużnych, przeprowadzono badanie wśród 13 instytucji, które pełniąc funkcję agenta kalkulacyjnego lub będąc Emitentem zgłosiły ponad 12 tysięcy emisji. Efektem badania jest lista najczęściej spotykanych rodzajów klauzul i postanowień umownych. Na pierwszym miejscu, pod względem liczby i wartości emisji zgłoszonych w badaniu, znajdują się emisje, w których nie występują zapisy dotyczące zasad naliczania odsetek po zaprzestaniu opracowywania WIBOR. Na drugim i trzecim miejscu znajdują się emisje, w których znajdują się odniesienia do ostatniej dostępnej wartości WIBOR i kwotowań banków referencyjnych. Zdaniem ekspertów ze strumienia Obligacje NGR postanowienia te nie wskazują trwałego zamiennika WIBOR, w efekcie czego emisje zawierające powyższe zapisy powinny używać zamiennika WIBOR wskazanego w Rozporządzeniu dot. zamiennika.

Pozostałe klauzule zgłoszone w ankiecie takie jak:

- Zamiennik wyznaczony w trybie art. 23c BMR,
- Rekomendacja podmiotu wyznaczającego,
- Rekomendacja grupy roboczej,
- Wskaźnik stosowany przez kontrahenta centralnego,
- Stopa referencyjna NBP,
- Wskaźnik wynikający z bezpośrednio obowiązujących przepisów prawa

³https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Projekt_rekomendacji_konwencji_odsetkowej_dla_obligacji.pdf (dostęp 14.09.2023)

mogą stanowić trwały zamiennik WIBOR i w przypadku zaprzestania opracowywania WIBOR oprocentowanie papierów dłużnych może być wyznaczone przy zastosowaniu powyższych metod.

Dodatkowo w sierpniu 2023 ukazało się stanowisko UKNF w sprawie klauzul awaryjnych, które nie przewidują trwałego zamiennika wskaźnika referencyjnego⁴. Szczegółowa analiza Klauzul awaryjnych przeprowadzona przez ekspertów #3 zawarta jest w załączniku nr 1 do niniejszej rekomendacji.

4. Zmiana warunków emisji

Po przeprowadzeniu analizy warunków emisji, o których mowa w punkcie 3, i zapoznaniu się z jej wynikiem Emitent, przy udziale posiadaczy papierów dłużnych, może zdecydować się na zmianę warunków emisji i dostosowanie ich do zasad dotyczących nowych emisji, w których zastosowanie ma nowa klauzula awaryjna odnosząca się do WIRON lub w których jako wskaźnik referencyjny stosowany jest już WIRON⁵. Zmiana warunków emisji może obejmować:

- wprowadzenie rekomendowanej przez strumień Obligacje NGR Klauzuli awaryjnej. Zgodnie z jej treścią, w przypadku zaprzestania opracowywania WIBOR oprocentowanie papierów dłużnych wyznaczone byłoby poprzez stosowanie WIRON. Omówienie proponowanej Klauzuli awaryjnej znajduje się w punkcie 6, a jej treść znajduje się w załączniku nr 2

lub alternatywnie

- dostosowanie postanowień warunków emisji dotyczących oprocentowania, tj. modyfikacja polegająca na tym, iż od dnia jej wejścia w życie, w postanowieniach dotyczących oprocentowania stosowany będzie WIRON, a w związku z tym uwzględniona zostanie Klauzula awaryjna dotycząca WIRON.

Z uwagi na specyfikę papierów dłużnych zmiana warunków emisji uzależniona jest od zapisów warunków emisji oraz odpowiednich przepisów regulujących daną emisję np. w odniesieniu do emisji listów zastawnych zastosowanie mają przepisy ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, w tym przepisy o zgromadzeniu obligatariuszy (art. 8 ust. 1 pkt 3 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych). Konieczne jest więc zweryfikowanie zasad na jakich zmiana warunków emisji może zostać dokonana. Weryfikacja powinna zostać przeprowadzona w oparciu o treść warunków emisji i przepisy ustawy regulujących daną emisję.

Poniżej przedstawiona jest analiza ustawy z dnia 15 stycznia 2015 roku o obligacjach, która stanowi podstawę dla emisji największej liczby papierów dłużnych (pod względem liczby serii). Emitentami obligacji na jej podstawie są głównie przedsiębiorstwa i jednostki samorządu terytorialnego („JST”). Zgodnie z przepisami tej ustawy dopuszczone są następujące tryby zmiany warunków emisji:

- ✓ podpisanie jednobrzmiących porozumień ze wszystkimi obligatariuszami (posiadaczami) danej serii;
- ✓ podjęcie uchwały przez zgromadzenia obligatariuszy – dotyczy tylko tych emisji, w których instytucja zgromadzenia obligatariuszy została przewidziana.

⁴https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_klauzule_awaryjne_83440.pdf (dostęp 14.09.2023)

⁵https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Projekt_rekomendacji_konwencji_odsetkowej_dla_obligacji.pdf (dostęp 14.09.2023)

Na podstawie historycznych doświadczeń można stwierdzić, że podpisanie jednobrzmiących porozumień jest możliwe do przeprowadzenia pod względem operacyjnym w emisjach będących w posiadaniu jednego lub kilku znanych Emitentowi posiadaczy. Najczęściej z taką sytuacją mamy do czynienia w emisjach obligacji JST.

Zmiana warunków emisji na podstawie uchwały zgromadzenia obligatariuszy dotyczy emisji, które przewidują możliwość jego zwołania. Zdaniem ekspertów ze strumienia Obligacje NGR postanowienia warunków emisji dotyczące wysokości lub sposobu ustalania wysokości świadczeń wynikających z obligacji, w tym warunków wypłaty oprocentowania, stanowią kwalifikowane postanowienia warunków emisji w rozumieniu art. 49 ust. 1 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach. Uchwała zgromadzenia obligatariuszy w sprawie zmiany postanowień kwalifikowalnych warunków emisji wymaga:

- większości $\frac{3}{4}$ głosów (dla obligacji niedopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu) lub
- zgody wszystkich obecnych na zgromadzeniu (w przypadku obligacji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu).

Trzeba mieć jednak na uwadze, że Emitent w warunkach emisji może ustanowić surowsze zasady podejmowania⁶ uchwał przez zgromadzenie obligatariuszy.

5. Wcześniejszy wykup papierów dłużnych

Zamiast zmiany postanowień warunków emisji Emitent może zdecydować się na wcześniejszy wykup papierów dłużnych, w tym połączony z nową emisją, w której stosowany będzie WIRON lub wskaźnik referencyjny z Rodziny Indeksów Składanych WIRON, stała stopa procentowa lub która zawierać będzie odpowiednią Klauzulę awaryjną.

Emitent może zdecydować się na to rozwiązanie korzystając z opcji wcześniejszego wykupu (jeśli warunki emisji ją przewidują) lub w formie dobrowolnego wcześniejszego wykupu (skupu/aukcji zamiany) w ramach oferty złożonej inwestorom.

6. Klauzula awaryjna dla papierów dłużnych

W ramach strumienia Obligacje NGR przygotowano projekt Klauzuli awaryjnej, której stosowanie jest rekomendowane dla nowych emisji⁷.

Główne założenia:

⁶Art. 65 ust 4 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 roku o obligacjach: 4. **Emitent w warunkach emisji może ustanowić surowsze zasady podejmowania uchwał przez zgromadzenie obligatariuszy, w szczególności może wskazać sprawy, w których podjęcie uchwały przez zgromadzenie obligatariuszy będzie wymagało zgody wszystkich obligatariuszy obecnych na zgromadzeniu**

⁷Dokumenty i materiały pomocnicze dot. Rekomendacji w zakresie stosowania indeksu WIRON w nowych emisjach zmiennoprocentowych papierów dłużnych dostępne są na stronie KNF:

https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=81430&p_id=18 (dostęp 14.09.2023)

- WIBOR zastępowany jest przez stopę składaną WIRON z Przesunięciem okresu obserwacji o 5 Dni Roboczych – jest to zgodne z rekomendacją dla nowych emisji, w których stosowany będzie WIRON. Obliczenia dokonywane są w oparciu o WIRON Indeks Jednospodstawowy.
- Wartość obliczona jest następnie powiększana o spread korygujący obliczony i opublikowany przez Bloomberg⁸⁹. Zastosowanie spreadu korygującego obliczanego przez Bloomberg ma na celu zastosowanie zasad zastąpienia WIBOR przyjętych dla instrumentów pochodnych¹⁰.

W przypadku braku dostępności indeksu WIRON Indeks Jednospodstawowy zmienia się sposób obliczania zmiennej stopy procentowej i zastosowanie ma metoda ustalania wartości zmiennej stopy procentowej w oparciu o dzienne wartości indeksów ON, która jest wskazana w Rekomendacji.

W przypadku obliczania stopy składanej WIRON w oparciu o dzienne wartości indeksów ON Klauzula awaryjna zawiera zapisy na wypadek braku jego dostępności:

- Jeśli jest to tymczasowa niedostępność: brakujące wartości WIRON zastępowane są przez wartości indeksu WIRON z poprzedniego dnia roboczego.
- Jeśli jest to trwała niedostępność: wyznaczany jest Wskaźnik Alternatywny dla indeksu WIRON. Wskaźnikiem Alternatywnym może być:
 - A. Wskaźnik, który rekomendowała do stosowania zamiast danego wskaźnika Narodowa Grupa Robocza ds. reformy wskaźników referencyjnych lub inne podobne ciało, grupa lub organizacja powołana w celu wskazania zamiennika dla danego wskaźnika, na zasadach analogicznych do zasad NGR.
 - B. Wskaźnik wskazany przez organ nadzoru (KNF).
 - C. Stopa referencyjna NBP.

Dodatkowo do wybranego Wskaźnika Alternatywnego może zostać dodana korekta: albo (i) wskazana przez NGR (lub inne podobne ciało, grupę lub organizację), dla zamiennika z lit. A lub przez KNF, dla zamiennika z lit. B, albo (ii) wyznaczona jako mediana różnic pomiędzy WIRON a Wskaźnikiem Alternatywnym w okresie ostatnich 5 lat.

⁸⁹Informacja o wysokości spreadu korygującego dostępna jest na stronie Bloomberg:
<https://www.bloomberg.com/professional/solution/libor-resource-center/> (dostęp 14.09.2023)

⁹bezpośredni link do danych dla WIBOR: https://assets.bbhub.io/ibor-fallback/PLN_WIBOR_Fallback.csv
(dostęp 14.09.2023)

¹⁰https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rekomendacja_NGR_w_zakresie_zastosowania_stawki_zastepczej_dla_wskaznika_referencyjnego_WIBOR_w_instrumentach_pochodnych_stopy_procentowej_83010.pdf
(dostęp 14.09.2023)

*Analiza wyników ankiety dot. klauzul w aktywnych emisjach
Strumień #3 NGR Obligacje*

Warszawa, marzec 2023

Agenda

1. Omówienie wyników ankiety dot. obecnych na rynku klauzul awaryjnych
2. Propozycja drabinki dla historycznych emisji
3. Wzór klauzuli awaryjnej dla nowych emisji opartych o WIBOR

Omówienie wyników Ankiety dot. obecnych na rynku
klauzul awaryjnych

Analiza wyników ankiety dot. klauzul awaryjnych

Wstęp

- Ankieta dotycząca klauzul awaryjnych miała na celu zbadanie potencjalnego zachowania papierów dłużnych należących do portfela *legacy* po wystąpieniu zdarzenia regulacyjnego.
- Dotyczyła papierów, których oprocentowanie oparte jest o WIBOR. W ramach ankiety zbierane były informacje o emisjach, w których chociaż jeden odczyt stawki WIBOR będzie miał miejsce po 01.01.2025. Instytucja zgłaszająca dane uwzględniała w nich emisje dla których pełni funkcję Agenta Kalkulacyjnego lub emisje własne.
- Wzięło w niej udział 13 różnych instytucji. Zgłoszono ponad 12 000 serii, wyemitowanych przez około 1 500 emitentów o łącznej wartości nominalnej prawie 80.0 mld zł.
- Instytucje zgłosiły klauzule, które zawierają zarówno odwołanie do jednego, konkretnego zamiennika, jak i grupy zamienników, tzw. drabinki.
- **W procesie analizy klauzul wyszczególniono 10 różnych rodzajów klauzul (składających się na 30 różnych konfiguracji).** Po analizie tych klauzul zidentyfikowano ryzyka z nimi powiązane oraz możliwe do zaimplementowania rozwiązania.
- Ze strony strumienia #3 NGR proponujemy, aby KNF wystosował analogiczne do FED oświadczenie dotyczące zasad stosowania „problematycznych” klauzul *fallback: kwotowania banków referencyjnych oraz ostatniej dostępnej wartości*.

Liczba Instytucji, które
wzięły udział w ankiecie

13

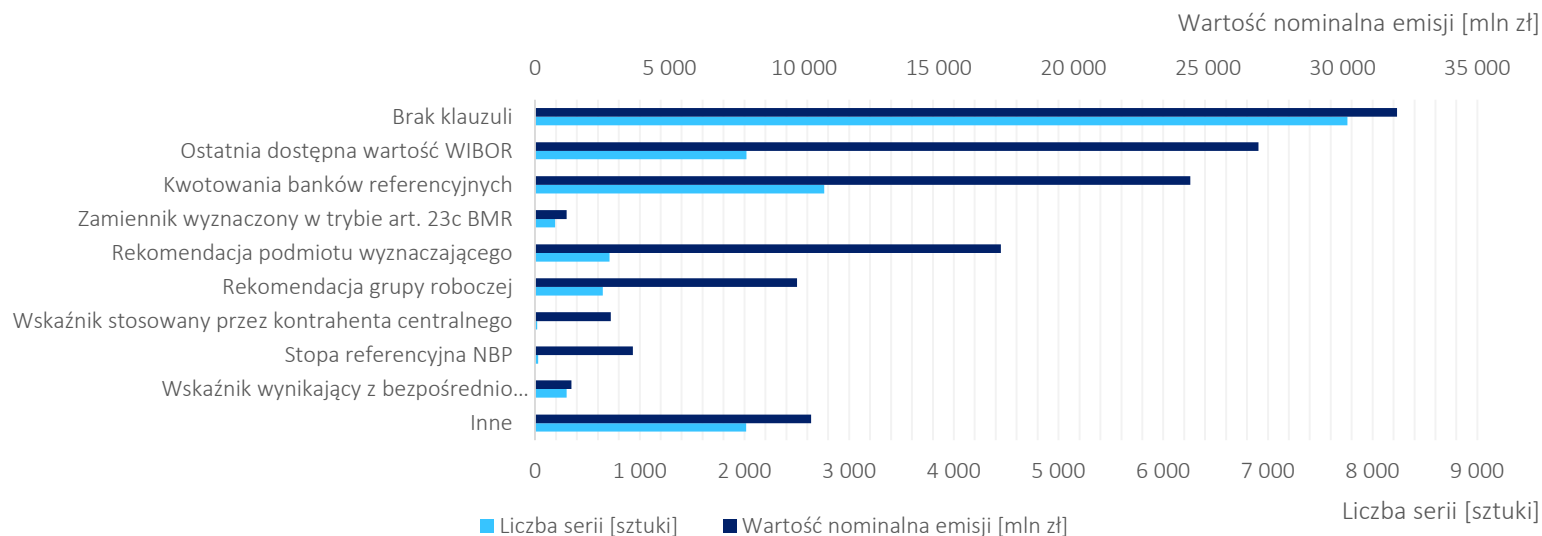
Wartość nominalna
zgłoszonych emisji

ok. 79.9 mld zł

Liczba zgłoszonych serii

ok. 12 500

Analiza Ilościowa



- Wykres u góry prezentuje wszystkie 10 typów klauzul zgłoszonych przez Instytucje w ankiecie pogrupowanych według wartości nominalnej zgłoszonych emisji (wyrażonych w mln zł) oraz liczbie zgłoszonych serii (wyrażonej w sztukach).
- Tabela u dołu przedstawia 10 typów zgłoszonych klauzul pogrupowanych według miejsca, które zajmują poszczególne serie na kolejnych szczeblach drabinki *fallbackowej*.
- W przypadku warunków emisji nie zawierającej żadnej klauzuli, tj. odpowiedź „brak klauzuli” zamiennikiem dla WIBOR będzie wskaźnik wskazany w rozporządzeniu.

Stopnie drabinki	1 Stopień Drabinki	2 Stopień Drabinki	3 Stopień Drabinki	4 Stopień Drabinki	5 Stopień Drabinki i Dalsze	Razem
Brak klauzuli	7 758	0	0	0	0	7 758
Ostatnia dostępna wartość WIBOR	1 241	462	307	8	0	2 018
Kwotowania banków referencyjnych	2 410	351	0	0	0	2 761
Zamiennik wyznaczony w trybie art. 23c BMR	190	1	0	0	0	191
Rekomendacja podmiotu wyznaczającego	45	36	627	2	2	712
Rekomendacja grupy roboczej	0	18	2	625	2	647
Wskaźnik stosowany przez kontrahenta centralnego	0	0	4	0	18	22
Stopa referencyjna NBP	0	0	14	6	27	47
Wskaźnik wynikający z bezpośrednio obowiązujących przepisów prawa	299	0	0	0	1	300
Inne	661	747	9	0	600	2 017

Najczęściej występujące układy zamienników

Prezentacja danych ilościowych dotyczących 4 najczęściej występujących „wariantów” klauzul (spośród zgłoszonych 30)

	Wariant 1	Wariant 2	Wariant 3	Wariant 4
Zamiennik przewidziany wg kolejności jego występowania w drabince	1. Kwotowania banków referencyjnych 2. Ostatnia dostępna wartość WIBOR	1. Ostatnia dostępna wartość WIBOR	1. Kwotowania banków referencyjnych	1. Zamiennik wyznaczony w trybie art. 23c BMR 2. Kwotowania banków referencyjnych 3. Ostatnia dostępna wartość WIBOR
Wartość nominalna zgłoszonych emisji [w mln zł]	15 479 mln zł (19.37%)	9 454.0 mln zł (11.83%)	6 171.0 mln zł (7.72%)	592.3 mln zł (0.74%)
Liczba zgłoszonych serii	449	1 240	1 918	172

Dodatkowe Uwagi

- Emisje o wartości nominalnej 32 019 mln zł (40.1%) nie zawierały klauzul awaryjnych.
- Wyłączając powyższe 5 konfiguracji, pozostałe warianty odpowiadały łącznie za 16 200 mln zł (20.3%) całkowitych emisji.

Analiza klauzul fallback

- Warunki emisji mogą zawierać jedną z klauzul *fallbackowych* lub ich kombinacje.
- Przypadek „braku klauzuli” oznacza brak jakiegokolwiek odniesienia się do zamiennika WIBOR, w takim przypadku zastosowanie będzie miał zamiennik wskazany w rozporządzeniu.
- W dalszej części materiału skupimy się na analizie klauzul wskazanych w tabeli obok.
- W przypadku wystąpienia kombinacji klauzul, często spotykaną praktyką jest wskazywanie kolejności ich stosowania:
 - jeśli w wyniku zastosowania kolejnych klauzul natrafimy na tę, która pozwoli nam wyznaczyć trwały zamiennik WIBOR, proces ulega zakończeniu i wskaźnik będący efektem działania tej klauzuli zastępuje WIBOR.
 - jeśli żadna klauzula nie pozwala nam na wyznaczenie trwałego zamiennika, proces ulega zakończeniu. W tym przypadku korzystamy z zamiennika z rozporządzenia.

L.P.	Klauzula	Czy stanowi trwały zamiennik WIBOR?
1	Ostatnia dostępna wartość WIBOR	NIE
2	Kwotowania banków referencyjnych	NIE
3	Zamiennik wyznaczony w trybie art. 23c BMR	TAK
4	Rekomendacja podmiotu wyznaczającego	TAK
5	Rekomendacja grupy roboczej	TAK
6	Wskaźnik stosowany przez kontrahenta centralnego	TAK
7	Stopa referencyjna NBP	TAK
8	Wskaźnik wynikający z bezpośrednio obowiązujących przepisów prawa	TAK

Możliwość zmiany dotychczasowych warunków emisji

Analiza warunków emisji

- W wyniku wystąpienia zdarzenia regulacyjnego nie będą już wyznaczone nowe wartości stawek z rodziny WIBOR. Planowany termin zaprzestania publikacji stawek WIBOR to koniec 2024 roku. W związku z tym, w emisjach papierów dłużnych, w których oprocentowanie oparte jest o WIBOR i jego odczyt dokonywany jest po 1.01.2025 roku, konieczne jest zweryfikowanie w jaki sposób będzie wyznaczone oprocentowanie. Poniżej oraz na dalszych stronach prezentujemy schemat weryfikacji i proponowane rozwiązania dla papierów dłużnych.
- Pierwszym etapem analizy powinna być weryfikacja czy w warunkach emisji występuje klauzula fallback oraz jaka jest jej treść. Jeśli w warunkach emisji:
 - a) nie jest wskazana żadna klauzula fallback
 - b) w wyniku zastosowania klauzuli fallback, WIBOR zastępowany jest zamiennikiem wyznaczonym w oparciu o Rozporządzenie BMR
 - c) wskazana klauzula nie zawiera trwałego zamiennika dla WIBOR
 - d) klauzula fallback zawiera trwały zamiennik WIBOR

To w przypadku sytuacji z lit. a-c zastosowanie będzie miał zamiennik WIBOR wskazany w rozporządzeniu, a w sytuacji wskazanej w lit. d – zamiennik wyznaczony w oparciu o daną klauzulę.

Analiza klauzul fallback w istniejących emisjach pod kątem tego, czy stanowią trwały zamiennik WIBOR dokonywana jest na kolejnych stronach.

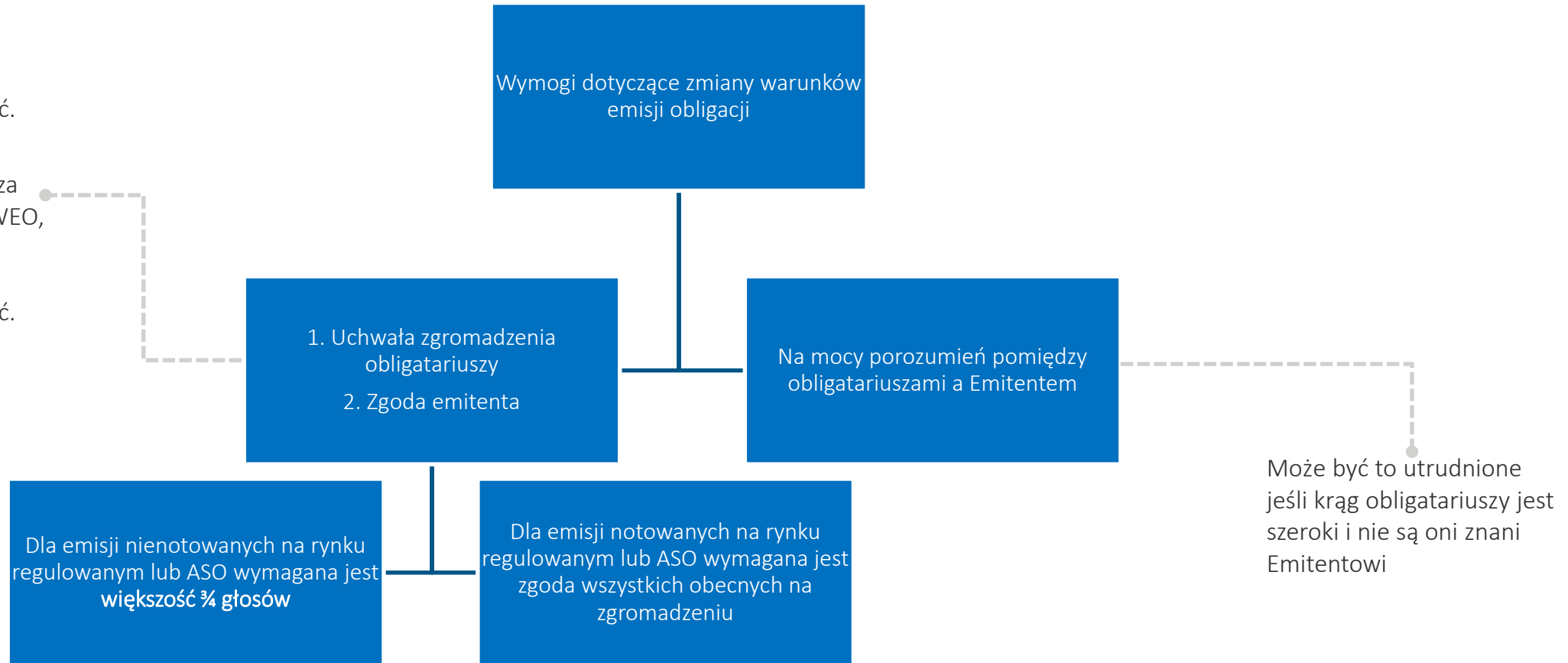
- Po zapoznaniu się z wynikami analizy z etapu pierwszego, Emitent może zdecydować się na zmianę warunków emisji. Jest to rekomendowane podejście jeśli chcemy aby warunki emisji obligacji były jak najbardziej zbliżone z rekomendacją dla nowych emisji opartych o WIRON. Zmiana warunków emisji dotyczyłaby zapisów dotyczących oprocentowania, tj. wprowadzenie nowej stawki bazowej i metodologii jej obliczania. Warunki emisji można zmienić na dwa sposoby:
 - Podpisanie jednobrzmiących porozumień ze wszystkimi obligatariuszami danej serii – dotyczy to wszystkich emisji.
 - W wyniku zwołania Zgromadzenia Obligatariuszy - w przypadku emisji, które przewidują możliwość jego zwołania. Zdaniem uczestników prac #3 definicja i zasady wyznaczania stawki bazowej stanowią kwalifikowane postanowienia warunków emisji, w związku z czym do przeprowadzenia zmiany warunków emisji wymagana jest zgoda $\frac{3}{4}$ głosów (dla obligacji nienotowanych) lub wszystkich obecnych na zgromadzeniu (w przypadku obligacji notowanych).
- Ryzyko: w przypadku obligacji notowanych, obligatariusz posiadający jedną obligację, a w efekcie jeden głos, może zablokować zmianę warunków emisji.
- Powyższe informacje dotyczą obligacji. W odniesieniu do pozostałych papierów dłużnych konieczne jest zweryfikowanie ich warunków emisji oraz zapisów z ustaw regulujących ich emisje.

Zmiana dotychczasowych warunków emisji obligacji

sposób aneksowania jest uzależniony od warunków emisji

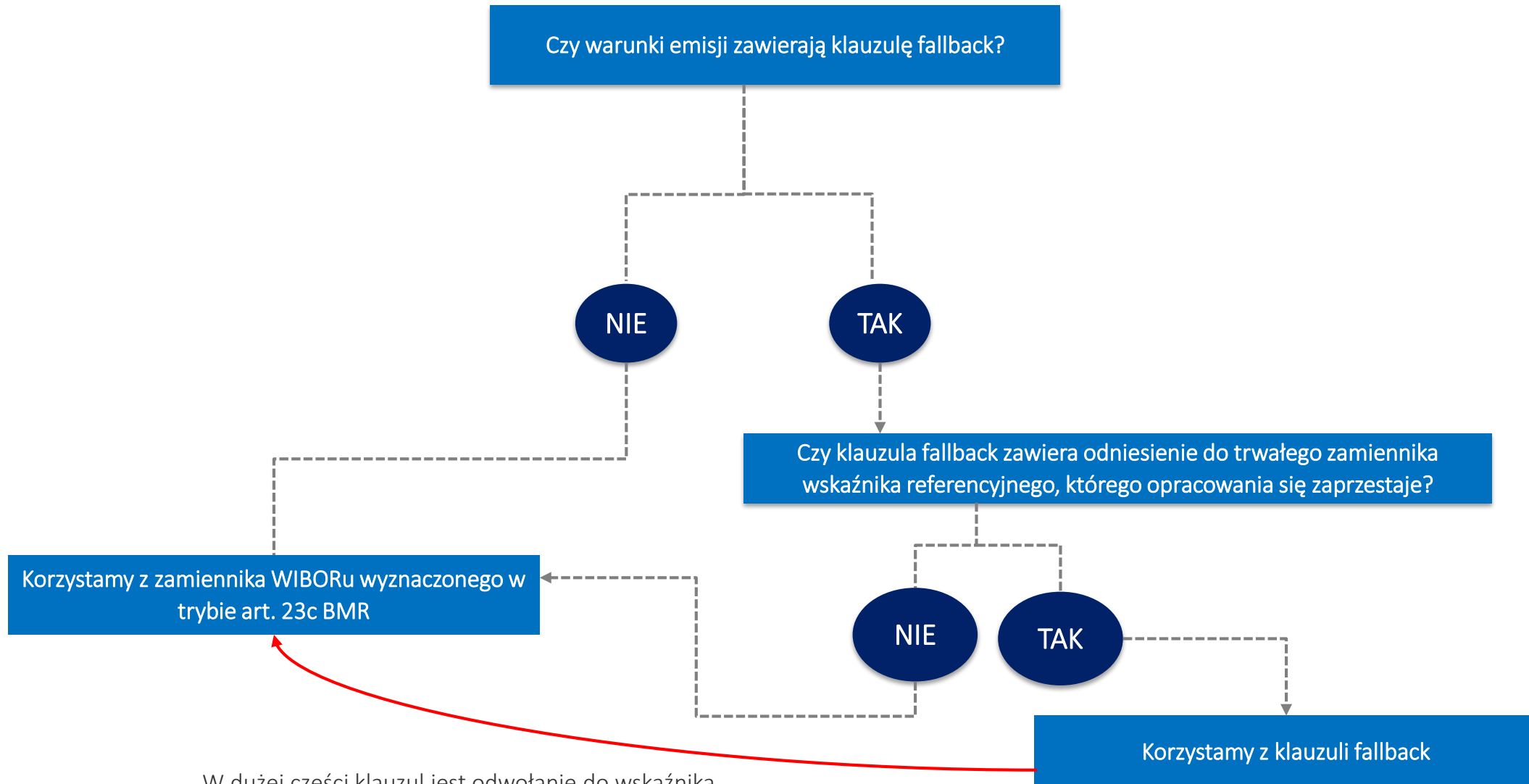
Jeśli warunki emisji dopuszczają taką możliwość.

Uwaga: jeśli zmiana stawki bazowej została uznana za niekwalifikowaną zmianę WEO, to wtedy konieczne jest zweryfikowanie czy WEO dopuszczają taką możliwość.



Powyższe drzewko decyzyjne dotyczy obligacji. W odniesieniu do pozostałych papierów dłużnych konieczne jest zweryfikowanie ich warunków emisji oraz zapisów z ustaw regulujących ich emisje.

Schemat weryfikacji emisji pod kątem klauzuli fallback



W dużej części klauzul jest odwołanie do wskaźnika rekomendowanego zgodnie z art. 23c BMR

Analiza istniejących klauzul pod kątem trwałego
zamiennika WIBOR

Ostatnia dostępna wartość WIBOR

Nie może pełnić roli trwałego zamiennika WIBOR

Liczba serii z odwołaniem do klauzuli:

2 018

Wartość nominalna papierów z klauzulą:

26 871 mln zł

Opis zamiennika

- Kolejną grupę klauzul, która znajduje się w emisjach, stanowią klauzule odwołujące się bezpośrednio do ostatniej dostępnej wartości stopy WIBOR.
- Występują dwa rodzaje zapisów odwołujących się do ostatniej dostępnej stawki. W przypadku braku dostępności aktualnego kwotowania stawki bazowej, stopa bazowa dla danego okresu odsetkowego zostaje ustalona jako:
 - Ostatnia dostępna wartość WIBOR, lub
 - Ostatnia obowiązująca wartość WIBOR, zastosowana do wyznaczenia oprocentowania w poprzednim okresie odsetkowym.
- Zamiennik ten był w założeniu przewidziany na tymczasowy brak WIBOR-u, a nie na jego trwałe zastąpienie.

Implikacje

- W przypadku papierów dłużnych zmiennoprocentowych prowadzi to do zmiany charakteru umowy i de facto zmienia instrument pierwotnie wyemitowany jako zmiennoprocentowy na indeksowany do stopy stałej.
- Pierwotnie, instrument dłużny był oferowany potencjalnym nabywcom oraz był opisywany w warunkach emisji/liście emisyjnym jako zmiennoprocentowy – nastąpiłaby więc zmiana charakteru umowy.

Ostatnia dostępna wartość WIBOR

Przykłady zapisów oraz klauzul

Klauzula 1

„W przypadku, gdy stopa bazowa dla danego okresu odsetkowego nie może być określona zgodnie z powyższymi postanowieniami, stopa bazowa dla takiego okresu odsetkowego zostanie ustalona na poziomie ostatniej obowiązującej stopy bazowej w bezpośrednio poprzedzającym okresie odsetkowym.”

Klauzula 2

„W przypadku, gdy Stopa Bazowa nie może być określona zgodnie z powyższymi zasadami, zostanie ona ustalona na poziomie ostatniej obowiązującej Stopy Bazowej w Okresie Odsetkowym bezpośrednio poprzedzającym Dzień Ustalenia Odsetek.”

Klauzula 3

„W przypadku, gdy Stopa Procentowa dla danego Okresu Odsetkowego nie może być określona zgodnie z powyższymi postanowieniami, Stopa Procentowa dla takiego Okresu Odsetkowego zostanie ustalona na poziomie ostatniej [obowiązującej Stopy Procentowej w bezpośrednio poprzedzającym Okresie Odsetkowym/ dostępnej Stopie Procentowej]”

Klauzula 4

„Jeśli nie jest możliwe ustalenie dla danego Okresu Odsetkowego Stopy Procentowej w sposób wskazany w paragrafie 6.2 (a) i (b) powyżej, Stopa Procentowa w tym Okresie Odsetkowym zostanie ustalona w oparciu o ostatnią dostępną Stopę Bazową.”

Kwotowanie banków referencyjnych

Nie może pełnić roli trwałego zamiennika WIBOR

Liczba serii z odwołaniem do klauzuli:

2 761

Wartość nominalna papierów z klauzulą:

24 339 mln zł

Opis zamiennika

- W przypadku braku dostępności aktualnej stawki WIBOR, Emitent lub Agent Kalkulacyjny w takim przypadku mieliby zwrócić się do wskazanych w warunkach emisji banków referencyjnych z prośbą o podanie właściwego kwotowania depozytów złotych oferowanych przez te banki na rynku międzybankowym dla tenorów zgodnych z tenorem WIBOR.
- W przypadku zastosowania kwotowań banków jako zamiennika, Emitent lub Agent Kalkulacyjny musieli by zwracać się cyklicznie, przed rozpoczęciem okresu odsetkowego o wyznaczenie obowiązującej stawki.
- Zamiennik ten był w założeniu przewidziany na tymczasowy brak WIBORu, a nie na jego trwałe zastąpienie.
- Doświadczenia dotyczące transycji innych stawek IBOR rekomendują zastosowanie zamiennika wskazanego przez uprawniony organ zamiast używania kwotowań uzyskanych od podmiotów zewnętrznych.
- W przypadku zastąpienia LIBOR USD, FED w swoim komunikacie wskazał że w przypadku kontraktów, które (tłumaczenie własne za [Link](#)) (odstęp 14.09.2023) :
- „ii) wymagają, aby osoba (inna niż administrator benchmarku) przeprowadziła ankietę, badanie lub zapytanie o kwotowania lub o informacje dotyczące oprocentowania pożyczek międzybankowych lub depozytów” proponowanym rozwiązaniem jest aby „wskaźnik został wybrany przez Uprawniony Organ” oraz wskazywał, że „nikt nie będzie podlegał jakimkolwiek roszczeniom lub przyczynom powództwa w prawie, ani nie będzie ponosić odpowiedzialności za szkody wynikające z wykorzystania stawki wybranej przez Uprawniony Organ jako stawki zastępczej.”
- Zdaniem uczestników prac Strumienia #3 NGR, w przypadku transycji z WIBOR na WIRON, w celu mitygacji ryzyka związanego z używaniem takiej klauzuli wskazane jest wdrożenie rozwiązania na poziomie np. rozporządzenia wskazującego zamiennik dla WIBOR.

Implikacje

- Występuje ryzyko, że podawane przez banki referencyjne **stawki nie będą stawkami transakcyjnymi**, co może podważać ich użycie do wyznaczenia oprocentowania.
- Warunki Emisji nie precyzują wystarczająco dokładnie zasad kwotowaniu stawki przez banki referencyjne, która naraża strony transakcji na ryzyko manipulacji wskaźnikiem. Ryzyko to było jednym z głównych powodów wprowadzenia rozporządzenia BMR.
- Istnieje ryzyko, że w przypadku zastosowania tej klauzuli awaryjnej dla papierów dłużnych nabytych przez inwestorów indywidualnych, klauzula może być uznana za niezgodną z przepisami ochrony praw konsumenta.
- Ponadto, może wystąpić problem z dostępnością danych od banków referencyjnych np. z uwagi na niedostępność limitów. W efekcie mechanizm wyznaczenia oprocentowania byłby trudny do zastosowania.
- Nieznaczna część klauzul zawiera zapisy o tym, że najbardziej zbliżony zamiennik WIBOR wyznacza Agent Płatniczy. Mechanizm klauzuli jest zbliżony do kwotowań banków referencyjnych z tą różnicą, że w Agent Płatniczy jest stroną umowy, która zgodnie z BMR wpada w reżim administratora stawki.
- Przykład:
- „(...) w przypadku zaprzestania publikacji takiej stawki i braku odpowiednich przepisów prawa regulujących skutki takiej sytuacji, Agent Płatniczy działając w dobrej wierze określi inny, odpowiedni i możliwie najbardziej zbliżony do dotychczasowego sposób wyznaczania Stopy Bazowej.”

Kwotowania banków referencyjnych

Przykłady zapisów oraz klauzul

Klauzula 1

„W przypadku, gdy stopa procentowa WIBOR6M w dacie ustalenia stopy bazowej nie będzie dostępna, Agent Płatniczy, działając w imieniu Emitenta, zwróci się bez zbędnej zwłoki w tym dniu do wybranych banków referencyjnych o podanie stopy procentowej dla depozytów w PLN na okres o długości wskazanej w Warunkach Emisji Obligacji, oferowanej przez każdy z tych banków referencyjnych głównym bankom działającym na polskim rynku międzybankowym. W takim przypadku stopą bazową mającą zastosowanie dla obliczenia odsetek za dany okres odsetkowy będzie średnia arytmetyczna stóp podanych przez banki referencyjne, pod warunkiem, że co najmniej dwa banki referencyjne podadzą stopy procentowe, przy czym – jeśli będzie to konieczne – będzie ona zaokrąglona do drugiego miejsca po przecinku.”

Klauzula 3

Jeżeli stawka WIBOR dla 3-miesięcznych depozytów nie będzie dostępna, Organizator Emisji zwróci się do Banków referencyjnych o przekazanie mu stopy procentowej oferowanej dla takich depozytów dla głównych banków na międzybankowym rynku w Warszawie i obliczy średnią arytmetyczną z podanych stóp procentowych z dokładnością do 0,01 punktu procentowego, (a 0,005 będzie zaokrąglone w górę)

Klauzula 2

„Jeżeli Stopa Bazowa będzie niedostępna, Emitent zwróci się, bez zbędnej zwłoki, do Banków Referencyjnych o podanie stopy procentowej dla depozytów złotych (o długości właściwej dla Stopy Bazowej) oferowanej przez każdy z tych Banków Referencyjnych głównym bankom działającym na warszawskim rynku międzybankowym i ustali Stopę Bazową jako średnią arytmetyczną stóp podanych przez Banki Referencyjne, pod warunkiem, że co najmniej 3 Banki Referencyjne podadzą stopy procentowe, przy czym – jeśli będzie to konieczne – będzie ona zaokrąglona do drugiego miejsca po przecinku (a 0,005 będzie zaokrąglone w górę).”

Klauzula 4

„W przypadku, gdy Stopa Referencyjna nie będzie dostępna o godzinie 11:00 lub około tej godziny czasu urzędowego w Polsce w Dacie Ustalenia Oprocentowania, zostanie ona ustalona przez Agenta ds. Płatności w oparciu o stopy procentowe dla terminów zapadalności najbardziej zbliżonych do długości Okresu Odsetkowego, dla którego wyznaczana jest Stopa Referencyjna, oferowane w tym czasie przez każdy z Banków Referencyjnych pod warunkiem, że co najmniej [dwa/trzy/cztery] Banki Referencyjne podadzą stopy procentowe. W takim przypadku Stopa Referencyjna będzie to średnia arytmetyczna stóp podanych przez Banki Referencyjne przy czym - jeśli będzie to konieczne - będzie ona zaokrąglona do drugiego miejsca po przecinku (a 0,005 będzie zaokrąglone w górę).”

Klauzule zawierające odwołanie do oficjalnego następcy/zastępcy WIBOR

- Część obecnych na rynku klauzul awaryjnych zawiera definicję WIBOR/Stopy Bazowej/Ogłoszonej Stawki Referencyjnej etc., w której autorzy odwołują się do oficjalnego **następcy** lub **zastępcy** WIBOR.
- Tranzycja dla tego typu klauzul może okazać się problematyczna.
- Uczestnicy prac strumienia #3 NGR proponują, aby KNF wystosował oświadczenie, w którym odniesie się do podniesionego tematu.

○ „Ogłoszona Stawka Referencyjna” oznacza stawkę WIBOR (tj. Warsaw Interbank Offered Rate) publikowaną na stronie „www.gpwbenchmark.pl” przez GPW Benchmark S.A. lub każdego jej oficjalnego następcę dla 6 miesięcznych depozytów wyrażonych w PLN.

○ „Stopa Bazowa” oznacza stopę procentową WIBOR podaną przez Monitor Rates Services Reuters (...) dla depozytów 6 - miesięcznych z kwotowania na fixingu o godz. 11:00, lub około tej godziny, publikowaną w Dniu Ustalenia Stopy Procentowej lub inną stopę procentową, która zastąpi powyższą stopę procentową;

Klauzule, w których występuje odwołanie do zamiennika wyznaczonego w trybie 23c BMR oraz zamiennika wynikającego z przepisów obowiązującego prawa

Obie klauzule mogą pełnić rolę trwałego zamiennika WIBOR

Zamiennik wyznaczony w trybie 23c BMR

- Część zgłoszonych klauzul zawiera odwołanie do zamiennika wyznaczonego w trybie art. 23c BMR. W takim przypadku, zgodnie z BMR, za zamiennik aktualnie obowiązującej stawki WIBOR należało będzie uznać stawkę wskazaną przez organ właściwy dla jej administratora lub jej administratora.

Przykład klauzuli

- „W przypadku, gdy stawka WIBOR, (...), zostanie zastąpioną inną stawką referencyjną, Stopa Bazowa będzie równa takiej stawce referencyjnej podanej przez podmiot będący jej administratorem (w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych, jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszu inwestycyjnego i zmieniające dyrektywę 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014) z uwzględnieniem ew. korekty.”

Liczba serii z odwołaniem do klauzuli:
191

Wartość nominalna papierów z klauzulą:
1 176 mln zł

Zamiennik wynikający z przepisów obowiązującego prawa

- Część klauzul zawiera odwołanie do zamiennika wynikającego z przepisów obowiązującego prawa. Przykład takiej klauzuli zamieszczono poniżej.

Przykład klauzuli

- „Wskaźnik Alternatywny” oznacza wskaźnik zastępujący przepisami powszechnie obowiązującego prawa Stawkę WIBOR, w szczególności w sytuacji zaprzestania opracowywania i publikowania Stawki WIBOR lub jego likwidacji. Wskaźnik Alternatywny będzie stosowany z uwzględnieniem sposobu, formuły, korekt oraz terminów określonych przepisami wprowadzającymi stosowanie Wskaźnika Alternatywnego.”

Liczba serii z odwołaniem do klauzuli:
300

Wartość nominalna papierów z klauzulą:
1 347 mln zł

Rekomendacje Podmiotów Wyznaczających

Mogą pełnić rolę trwałego zamiennika WIBOR

Liczba serii z odwołaniem do klauzuli:

711

Wartość nominalna papierów z klauzulą:

17 300 mln zł

Opis zamiennika

Istotna część zgłoszonych klauzul zawiera odwołanie do rekomendacji stosownych podmiotów. Są to:

- Rekomendacje jednego z organów publicznych: KNF, NBP, MF, a także rekomendacje dotychczasowego administratora wskaźnika,
- Rekomendacja grupy roboczej - klauzula odwołująca się do rekomendacji grupy roboczej ds. alternatywnych stóp referencyjnych działającej pod auspicjami organów publicznych lub przy banku centralnym
- Wskaźnik stosowany przez kontrahenta centralnego (może nim być LCH Ltd, KDPW_CCP S.A. lub inny kontrahent centralny),

Przykład klauzuli

„Wskaźnik Alternatywny ustala się zgodnie z jedną z następujących metod:

- Wskaźnikiem Alternatywnym jest wskaźnik, który rekomendował do stosowania zamiast WIBOR uprawniony organ administracji publicznej (w tym zwłaszcza Minister właściwy do spraw instytucji finansowych);*
- Wskaźnikiem Alternatywnym jest wskaźnik, który rekomendowała do stosowania zamiast WIBOR Komisja Nadzoru Finansowego;*
- Wskaźnikiem Alternatywnym jest wskaźnik, który rekomendował do stosowania zamiast WIBOR Narodowy Bank Polski;*
- Wskaźnikiem Alternatywnym jest wskaźnik, który rekomendował do stosowania zamiast WIBOR administrator WIBOR;*
- Wskaźnikiem Alternatywnym jest wskaźnik, który rekomendowała do stosowania zamiast WIBOR organizacja branżowa lub inny podmiot, który został formalnie wskazany (w tym przez uprawniony organ administracji publicznej (w tym zwłaszcza Minister właściwy do spraw instytucji finansowych), Komisję Nadzoru Finansowego lub Narodowy Bank Polski) i który zajmuje się przygotowaniem propozycji zastąpienia WIBOR;*
- Wskaźnikiem Alternatywnym jest wskaźnik, który zamiast WIBOR zastosował w rozliczanych przez siebie transakcjach Kontrahent Centralny; albo*
- Wskaźnikiem Alternatywnym jest stopa referencyjna stosowana przez Narodowy Bank Polski.”*

Stopa referencyjna NBP

Może pełnić rolę trwałego zamiennika WIBOR

Liczba serii z odwołaniem do klauzuli:

47

Wartość nominalna papierów z klauzulą:

4 410 mln zł

Opis zamiennika

- Stopa referencyjna NBP regularnie występuje jako ostatni element drabinki *fallbackowej*.
- W przypadku, braku możliwości użycia dotychczasowego wskaźnika, stawką zastępującą jest stopa referencyjna stosowana przez Narodowy Bank Polski.
- Stopa referencyjna NBP jako zamiennik obecnie obowiązujących stawek typu WIBOR nie jest objęta BMR, ponieważ Banki Centralne nie są objęte zakresem rozporządzenia.

Przykład klauzuli

„A. (...)

B. (...)

C. (...)

D. (...)

E. (...)

F. Wskaźnikiem Alternatywnym jest stopa referencyjna stosowana przez Narodowy Bank Polski.”

Implikacje

- Stopa referencyjna NBP może stanowić trwały zamiennik WIBOR.
- Charakter stopy referencyjnej NBP pozwala uznać, że istnieje wysokie prawdopodobieństwo zaimplementowania tej stawki jako trwałego zamiennika aktualnie obowiązującej stawki.
- W przypadku stosowania stopy referencyjnej NBP jako zamiennika konieczne jest doprecyzowanie aspektów technicznych takich jak okres składania stawki, ponieważ stopa referencyjna NBP używana jest dla operacji otwartego rynku na tenor do 7 dni.

Załącznik nr 2: Projekt klauzuli fallback dla nowych emisji zmiennoprocentowych papierów dłużnych opartych o WIBOR.

Wprowadzenie

Przedstawiony poniżej projekt klauzuli fallback został przygotowany w ramach prac grupy roboczej strumienia #3 Narodowej Grupy Roboczej ds. wskaźników referencyjnych („NGR”).

Do czasu wykształcenia się płynnego rynku dla papierów dłużnych opartych o WIRON, nowe emisje papierów dłużnych o zmiennym oprocentowaniu będą oparte o WIBOR. Rekomendowane jest wprowadzenie dla takich emisji odpowiednich klauzul fallback, aby w przypadku braku dostępności WIBOR, zapewnić ich jak najlepsze dopasowanie do rekomendowanych przez NGR zasad naliczania odsetek dla emisji opartych o WIRON¹.

Założenia dla projektu klauzuli fallback dla nowych emisji²:

- Emisja oparta o WIBOR;
- Data ustalenia praw do świadczeń przypada na 3 dni robocze przed końcem okresu odsetkowego/dniem wykupu;
- Kwota Odsetek obliczana jest zgodnie ze wzorem:

$$O = N \times (S+M) \times \frac{LD}{365}$$

gdzie:

- O - oznacza Kwotę Odsetek od jednej obligacji za dany Okres Odsetkowy;
- N - oznacza wartość nominalną obligacji;
- S - oznacza wartość Stopy Bazowej z Dnia Ustalenia Stopy Procentowej;
- M - oznacza marżę;
- LD - oznacza liczbę dni w danym Okresie Odsetkowym;

po zaokrągleniu wyniku tego obliczenia do najbliższego grosza (pół grosza będzie zaokrąglane w górę).

- W przypadku trwałego zaprzestania publikowania wskaźnika referencyjnego WIBOR, do ustalenia oprocentowania papierów dłużnych zastosowanie będzie miała klauzula fallback. W pierwszym kroku jako zamiennik dla WIBORu jest wskazany WIRON, przy jednoczesnym dostosowaniu danych używanych do obliczania odsetek (sam wzór na liczenie odsetek się nie zmienia), zgodnie z następującymi założeniami:
 - o Zamiast WIBORu odczytywanego w Dniu Ustalenia Stopy Procentowej przechodzimy na składową stopę WIRON za okres obserwacji przesunięty o 5 dni roboczych względem okresu

¹Dokumenty i materiały pomocnicze dot. Rekomendacji w zakresie stosowania indeksu WIRON w nowych emisjach zmiennoprocentowych papierów dłużnych dostępne są na stronie KNF:

https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne/aktualnosc?articleId=81430&p_id=18 (dostęp 14.09.2023)

²Przedstawione założenia zostały przygotowane w oparciu o najczęściej spotykane zasady wyznaczenia oprocentowania dla obligacji nieskarbowych. W przypadku emisji papierów dłużnych stosujących inne zasady wyznaczenia odsetek należy dokonać stosownych dostosowań.

odsetkowego, tzn. okres obserwacji rozpoczyna się 5 dni roboczych przed rozpoczęciem okresu odsetkowego;

- W związku ze zmianą momentu ustalenia Stopy Bazowej niektóre definicje zostały dostosowane, np. definicja Dnia Ustalenia Stopy Procentowej. W poszczególnych warunkach emisji może jednak wystąpić konieczność dopasowania także innych definicji.
- Do zastępującego WIBOR WIRONu, po jego składaniu przez okres obserwacji, dodawany jest Spread Korygujący. Rekomendowane jest używanie Spreadu Korygującego publikowanego przez Bloomberg Index Services Limited³⁴.
- W przypadku braku kwotowania WIRONu, jako zamiennik dla WIBORu, zastosowanie będą miały kolejne zamienniki wskazane w klauzuli w par. 1.2 e (i) (A) – (C).

³Informacja o wysokości spreadu korygującego dostępna jest na stronie Bloomberg:
<https://www.bloomberg.com/professional/solution/libor-resource-center/>

⁴bezpośredni link do danych dla WIBOR: https://assets.bbhub.io/ibor-fallback/PLN_WIBOR_Fallback.csv (dostęp 14.09.2023)

Treść rekomendacji dla klauzuli fallback

Słownik

Zawiera wybrane pojęcia zdefiniowane w warunkach emisji dla nowych emisji obligacji w oparciu o ustawę z dnia 15 stycznia 2015 roku o obligacjach używane na potrzeby zapisów klauzul fallback lub których treść wymaga zmiany/dostosowania. W przypadku wprowadzania klauzuli do już istniejących emisji obligacji lub innych papierów dłużnych konieczne jest odpowiednie dopasowanie definicji.

Brak Zezwolenia oznacza sytuację, w której administrator wskaźnika, na podstawie którego jest określone oprocentowanie dla Obligacji⁵, nie otrzymał lub zostało mu cofnięte lub zawieszone zezwolenie lub rejestracja dla opracowywania wskaźnika, wskutek czego jego stosowanie jest niemożliwe.

Dzień Płatności Odsetek oznacza ... [przykład: 30 stycznia i 30 lipca każdego roku, począwszy od Dnia Emisji/30 stycznia 2023 roku i aż do Dnia Wykupu (włącznie), *lub* dni wskazane w suplemencie emisyjnym] z zastrzeżeniem że dany dzień będzie podlegał przesunięciu zgodnie z Konwencją Zmodyfikowanego Następnego Dnia Roboczego, a także ze względu na natychmiastowy [lub wcześniejszy]⁶ wykup obligacji.

Dzień Wykupu oznacza dzień wskazany w [Suplemencie Emisyjnym/Warunkach Emisji]⁷, z zastrzeżeniem, że data ta podlega przesunięciu zgodnie z Konwencją Zmodyfikowanego Następnego Dnia Roboczego.

Dzień Ustalenia Praw oznacza, o ile z aktualnie obowiązujących regulacji KDPW nie wynika obowiązek wcześniejszego ustalenia osób uprawnionych do świadczeń z Obligacji, trzeci Dzień Roboczy przed dniem płatności świadczeń z tytułu Obligacji.

Dzień Ustalenia Stopy Procentowej oznacza, o ile z aktualnie obowiązujących regulacji GPW lub Regulacji KDPW nie wynika obowiązek wcześniejszego ustalenia stopy procentowej, [trzeci] Dzień Roboczy przed rozpoczęciem Okresu Odsetkowego, dla którego zostanie ustalona stopa procentowa, zaś w przypadku, w którym zastosowanie ma par. 1.2(i), oznacza dzień przypadający na pięć Dni Roboczych przed Dniem Płatności Odsetek dla danego Okresu Odsetkowego, w którym ma obowiązywać dana Stopa Procentowa.

Konwencja Zmodyfikowanego Następnego Dnia Roboczego oznacza regułę, zgodnie z którą data do której ma zastosowanie Konwencja Zmodyfikowanego Następnego Dnia Roboczego przypadająca na dzień niebędący Dniem Roboczym jest przesuwana na najbliższy Dzień Roboczy przypadający po tej dacie, jeżeli ów dzień przypada w tym samym miesiącu kalendarzowym co ta data. W przeciwnym przypadku, data przypadająca na dzień niebędący Dniem Roboczym przesuwana jest na najbliższy Dzień Roboczy przed tą datą.

Korekta oznacza wartość lub działanie, które koryguje wartość Wskaźnika Alternatywnego. Wartość Korekty może być wartością dodatnią, ujemną, zerową, jak również być określona wzorem lub metodą obliczenia (np. poprzez składanie czy kapitalizowanie dziennych stawek procentowych przez okres, dla którego obliczane są odsetki) oraz może obejmować inne dostosowania związane z zastąpieniem WIRON lub Wskaźnika Alternatywnego. Korekta będzie określona zgodnie z par.1.2(g), dla uniknięcia wątpliwości, ustalenie Korekty nie oznacza rozpoczęcia opracowywania nowego wskaźnika referencyjnego w rozumieniu Rozporządzenia BMR.

Ogłoszenie Końca Publikacji oznacza wydanie przez administratora danego wskaźnika lub podmiot go nadzorujący oficjalnego oświadczenia, że wskaźnik, na podstawie którego jest określone oprocentowanie dla

⁵Pojęcie zdefiniowane niezależnie w poszczególnych warunkach emisji

⁶Dopasować do warunków emisji

⁷Dopasować do warunków emisji, pojęcia zdefiniowane niezależnie w poszczególnych warunkach emisji

Obligacji przestał lub przestanie być publikowany na stałe, a w dacie tego oświadczenia nie został wyznaczony następcą, który będzie nadal obliczał lub publikował ten wskaźnik.

Okres Odsetkowy oznacza okres od wskazanego w Suplemencie Emisyjnym dnia rozpoczęcia naliczania odsetek (wliczając ten dzień) do pierwszego Dnia Płatności Odsetek (nie wliczając tego dnia) i każdy następny okres od Dnia Płatności Odsetek (wliczając ten dzień) do następnego Dnia Płatności Odsetek (nie wliczając tego dnia), z zastrzeżeniem, że Okres Odsetkowy może mieć inną długość ze względu na natychmiastowy lub wcześniejszy wykup Obligacji.

Podmiot Wyznaczający oznacza (i) Narodową Grupę Roboczą ds. reformy wskaźników referencyjnych lub (ii) inne podobne ciało, grupę lub organizację powołaną w celu wskazania zamiennika dla wskaźnika, na podstawie którego jest określone oprocentowanie dla Obligacji, na zasadach analogicznych do zasad Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych lub (iii) Komisję Nadzoru Finansowego.

Rozporządzenie BMR oznacza Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 z późn. zm.

Spread Korygujący oznacza wartość równą spreadowi korygującemu opublikowanemu przez Bloomberg Index Services Limited (lub przez jego następcę wskazanego lub wybranego przez ISDA) dla zamiany WIBOR na WIRON (dostosowany do terminu odpowiadającego Właściwemu Tenorowi)⁸.

Stopa Bazowa oznacza stopę bazową ustaloną zgodnie z par. 1.2.

Stopa Procentowa oznacza Stopę Bazową powiększoną o Marżę⁹, według której naliczane są odsetki od obligacji;

WIBOR oznacza wskaźnik referencyjny WIBOR wyznaczany przez GPW Benchmark S.A. (lub każdego jej oficjalnego następcę) w Dniu Ustalenia Stopy Procentowej, dla okresu (terminu) równego Właściwemu Tenorowi, wyrażony w punktach procentowych w skali roku.

WIRON oznacza wskaźnik referencyjny WIRON wyznaczany przez spółkę GPW Benchmark S.A. (lub każdego jej oficjalnego następcę) dla terminu O/N, wyrażony w punktach procentowych w skali roku.

WIRON Indeks Jednopodstawowy oznacza wskaźnik wyznaczany przez spółkę GPW Benchmark S.A. (lub każdego jej oficjalnego następcę).

Właściwy Tenor oznacza okres wskazany w [Suplemencie Emisyjnym/Warunkach Emisji]¹⁰.

Wskaźnik Alternatywny oznacza wskaźnik ustalony zgodnie z par.1.2.(e) – par.1.2.(m), który zastępuje WIRON lub inny wskaźnik alternatywny w sytuacjach opisanych w Warunkach Emisji oraz zgodnie z Rozporządzeniem BMR (w zakresie, w jakim to ma zastosowanie);

⁸Aktualna wartość spreadu dla WIBOR6M jest dostępna w systemie Bloomberg pod indeksem WIBOR 6M BISL Spread

⁹Pojęcie zdefiniowane niezależnie w poszczególnych warunkach emisji

¹⁰Założenie do przykładu: przyjmujemy że jest to okres 6M

Rekomendowana treść zapisów warunków emisji dotycząca klauzuli fallback

Poniższa treść powinna zostać dostosowana do treści i definicji poszczególnych warunków emisji

1. OPROCENTOWANIE

1.1 Naliczanie odsetek

Odsetki od każdej Obligacji naliczane są dla danego Okresu Odsetkowego i płatne w każdym Dniu Płatności Odsetek.

1.2 Ustalenie zmiennej stopy procentowej:

- (a) Stopa Procentowa dla danego Okresu Odsetkowego będzie równa sumie Stopy Bazowej i Marży.
- (b) W każdym Dniu Ustalenia Stopy Procentowej [Agent Kalkulacyjny/Emitent] ustali wysokość Stopy Bazowej. Stopa Bazowa będzie równa wartości wskaźnika WIBOR dla Właściwego Tenoru w Dniu Ustalenia Stopy Procentowej.
- (c) Gdy Stopa Bazowa nie może być ustalona w Dniu Ustalenia Stopy Procentowej zgodnie z powyższymi postanowieniami Stopa Bazowa zostanie ustalona na poziomie ostatniej dostępnej wartości wskaźnika WIBOR dla Właściwego Tenoru, chyba że jest to związane z Ogłoszeniem Końca Publikacji, lub gdy nastąpi Brak Zezwolenia.
- (d) Gdy Stopa Bazowa nie może być ustalona w Dniu Ustalenia Stopy Procentowej w związku z Ogłoszeniem Końca Publikacji WIBOR lub gdy nastąpi Brak Zezwolenia WIBOR, Stopa Bazowa zostanie obliczona przez [Agent Kalkulacyjny/Emitenta], zgodnie z par. 1.2.(i), jako stopa składana WIRON, w oparciu o WIRON Indeks Jednospodstawowy, a jeśli nie będzie on dostępny, w oparciu o WIRON, przy czym w każdym przypadku zostanie powiększona o Spread Korygujący.
- (e) W przypadku, gdy wartość WIRON Indeks Jednospodstawowy ani WIRON, nie mogą być ustalone w danym Dniu Roboczym w związku z Ogłoszeniem Końca Publikacji WIRON Indeks Jednospodstawowy lub WIRON lub gdy nastąpi Brak Zezwolenia WIRON Indeks Jednospodstawowy lub WIRON:
 - (i) WIRON zostanie zastąpiony Wskaźnikiem Alternatywnym skorygowanym o Korektę (jeśli będzie miała zastosowanie) ustaloną przez [Agent Kalkulacyjny/Emitenta], zgodnie z jedną z następujących metod w kolejności od (A) do (C):
 - (A) Wskaźnikiem Alternatywnym jest wskaźnik, który rekomendowała do stosowania zamiast danego wskaźnika Narodowa Grupa Robocza ds. reformy wskaźników referencyjnych lub inne podobne ciało, grupa lub organizacja powołana w celu wskazania zamiennika dla danego wskaźnika, na zasadach analogicznych do zasad Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych;
 - (B) Wskaźnikiem Alternatywnym jest wskaźnik, który rekomendowała do stosowania zamiast danego wskaźnika Komisja Nadzoru Finansowego;
 - (C) Wskaźnikiem Alternatywnym jest stopa referencyjna wyznaczana przez Narodowy Bank Polski.
 - (ii) Obliczenia Stopy Bazowej będą dokonywane zgodnie z odpowiednio stosowaną metodą opisaną w par. 1.2.(i).(ii) z uwzględnieniem Spreadu Korygującego zgodnie z par. 1.2.(d).

- (f) Jeśli brak dostępności stawki stosowanej do wyznaczania Stopy Bazowej będzie związany z Ogłoszeniem Końca Publikacji lub gdy nastąpi Brak Zezwolenia, WIRON lub odpowiednio Wskaźnik Alternatywny trwale zastąpi tę stawkę, dla celu wyznaczenia Stopy Bazowej. W innym przypadku stawka ta jest ponownie stosowana dla ustalenia Stopy Bazowej od Dnia Ustalenia Stopy Procentowej, w którym będzie ona ponownie dostępna.
- (g) Po ustaleniu Wskaźnika Alternatywnego Korekta zostaje ustalona zgodnie z następującymi zasadami:
- (i) raz ustalona Korekta jest stosowana przez cały czas stosowania Wskaźnika Alternatywnego;
 - (ii) jeżeli w danej metodzie ustalenia Wskaźnika Alternatywnego, o których mowa w par 1.2.(e).(i).(A) oraz par 1.2.(e).(i).(B) powyżej:
 - (A) Podmiot Wyznaczający wskazał Korektę – stosuje się taką Korektę;
 - (B) Podmiot Wyznaczający wskazał aby nie stosować Korekty – nie stosuje się Korekty;
 - (iii) jeżeli w danej metodzie ustalenia Wskaźnika Alternatywnego, o której mowa w par. 1.2.(e).(i).(A) oraz par. 1.2.(e).(i).(B) powyżej, Podmiot Wyznaczający nie odniósł się do Korekty lub gdy Wskaźnik Alternatywny został wyznaczony zgodnie z metodą, o której mowa w par 1.2.(e).(i).(C) powyżej:
 - (A) Korekta jest równa historycznej medianie różnic pomiędzy wskaźnikiem zastępowanym oraz Wskaźnikiem Alternatywnym;
 - (B) mediana różnic jest ustalana:
 - I. za okres 60 miesięcy przed: dniem, w którym wskaźnik zastępowany przestał być publikowany (gdy nastąpiło Ogłoszenie Końca Publikacji) albo pierwszym dniem, w którym Wskaźnik Alternatywny jest stosowany (gdy nie został opublikowany, ale nie nastąpiło Ogłoszenie Końca Publikacji) albo dniem, w którym wystąpił Brak Zezwolenia;
 - II. biorąc pod uwagę każdy dzień z badanego okresu, w którym był publikowany zarówno wskaźnik zastępowany jak i Wskaźnik Alternatywny.
- (h) Procedura wyboru Wskaźnika Alternatywnego oraz ustalenia Korekty w związku z Ogłoszeniem Końca Publikacji lub Brakiem Zezwolenia jest przeprowadzana tylko raz, co oznacza, że ten sam Wskaźnik Alternatywny oraz Korekta są stosowane zamiast WIRON (lub każdego kolejnego wskaźnika go zastępującego) do obliczania Odsetek także dla kolejnych Okresów Odsetkowych.
- (i) Dla obliczenia Stopy Bazowej w oparciu o WIRON albo WIRON Indeks Jednospodstawowy albo Wskaźnik Alternatywny, stosuje się następujące zasady:
- (i) jeśli będzie dostępny WIRON Indeks Jednospodstawowy, wtedy stopa składana WIRON będzie ustalana w następujący sposób:

SW oznacza stopę składaną WIRON dla danego Okresu Odsetkowego, obliczoną zgodnie ze wzorem:

$$SW = [(Index_koniec/Index_start)-1] \times [365]/d$$

Index_koniec oznacza wartość WIRON Indeks Jednospodstawowy dla dnia przypadającego 5 Dni Roboczych przed Dniem Płatności Odsetek dla danego Okresu Odsetkowego (data wskaźnika);

- Index_start** wartość WIRON Indeks Jednospodstawowy dla dnia przypadającego 5 Dni Roboczych przed rozpoczęciem danego Okresu Odsetkowego (data wskaźnika);
- d** oznacza liczbę dni kalendarzowych pomiędzy datą Index_koniec (wyłącznie) a datą Index_start (włącznie);

Wartość SW zaokrąglamy do [5] miejsca po przecinku.

(ii) jeśli nie będzie dostępny WIRON Indeks Jednospodstawowy, stopa składana WIRON będzie ustalana w następujący sposób:

SW oznacza stopę składaną WIRON dla danego Okresu Odsetkowego, obliczoną zgodnie ze wzorem:

$$SW = \left[\prod_{i=1}^{d_0} \left(1 + \frac{RFR_i \times n_i}{365} \right) - 1 \right] \times \frac{365}{d}$$

- RFR_i** oznacza wartość WIRON dla dnia referencyjnego i (data wskaźnika);
- n_i** oznacza długość okresu obowiązywania WIRON dla dnia „i”, tj. liczba dni kalendarzowych pomiędzy Dniem Roboczym „i”, a bezpośrednio przypadającym po nim kolejnym Dniu Roboczym;
- i** oznacza każdy Dzień Roboczy w okresie rozpoczynającym się 5 Dni Roboczych przed rozpoczęciem Okresu Odsetkowego (włączając ten dzień) i kończący się w Dniu Roboczym przypadającym na 6 Dni Roboczych przed Dniem Płatności Odsetek dla danego Okresu Odsetkowego (włączając ten dzień);
- d** oznacza liczbę dni obowiązywania Stopy Bazowej dla danego Okresu Odsetkowego (**suma n_i dla i opisanych powyżej**);
- d₀** dla danego Okresu Odsetkowego oznacza liczbę dni „i”;

Wartość SW zaokrąglamy do [5] miejsca po przecinku.

Jeśli w danym Dniu Roboczym nie jest dostępna wartość WIRON, wtedy używamy wartość WIRON z poprzedniego Dnia Roboczego;

- (j) Zmiana metody obliczania wskaźnika referencyjnego w rozumieniu Rozporządzenia BMR ogłoszona przez jego administratora, w tym zmiana uznana przez administratora za istotną zmianę, nie stanowi zmiany lub podstawy do zmiany Warunków Emisji lub stosowania Korekty.
- (k) W przypadku, gdy zgodnie z pkt (f) WIRON lub Wskaźnik Alternatywny trwale zastąpi stawkę stosowaną do wyznaczenia Stopy Bazowej, postanowienia odnoszące się do WIRON lub Wskaźnika Alternatywnego stosuje się odpowiednio do każdego kolejnego Wskaźnika Alternatywnego.
- (l) Jeżeli Stopa Bazowa jest mniejsza niż zero, dla potrzeb ustalenia Stopy Procentowej dla danego Okresu Odsetkowego przyjmuje się, że Stopa Bazowa wynosi zero.
- (m) Emitent opublikuje na swojej stronie internetowej wybrany Wskaźnik Alternatywny oraz (po jej sporządzeniu) metodę obliczania Korekty lub opinię, że Korekta nie jest wymagana.