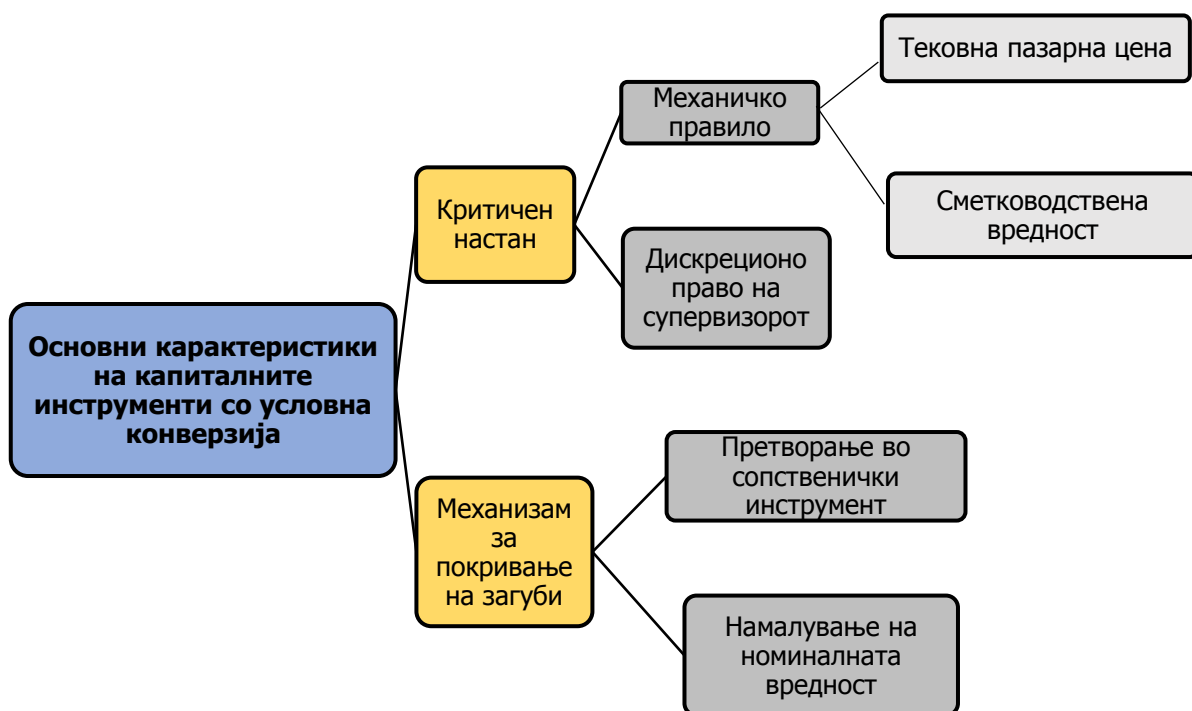


Капитални инструменти со условна конверзија

Капиталните инструменти со условна конверзија (англ. Contingent convertible capital instruments – CoCos) се хартии од вредност коишто, согласно со договорните услови за нивно издавање, можат да се претворат во капитални инструменти и да се користат за покривање загуби од работењето на издавачот, особено во услови на стресни ситуации. Станува збор за должнички инструмент, обврзница, којашто им нуди купонска камата на инвеститорите, но исплатата на таа камата може да се откаже (без можност за кумулација на неисплатените камати), доколку показателите за капитализираноста на институцијата се намалат до некое ниско ниво (најчесто утврдено со договорните услови за нивно издавање). Она што е поважно е дека доколку финансиските и капиталните позиции на издавачот се влошат до ниво коешто може да го загрози неговото нормално работење, овие инструменти може да се претворат во акции (што директно го зголемува капиталот со највисок квалитет) или, пак, може делумно или целосно да се намали нивната вредност (со што се намалува вкупниот долг на издавачот). На тој начин инвеститорите во овој вид должнички инструменти се вклучуваат во покривањето на загубите. Со појавата на овие инструменти, концептот на покривање на загубите преку ангажирање средства на даночните обврзници (англ. bail-out) присутен во периодот на глобалната финансиска криза, се заменува со концептот на внатрешно покривање на загубите (англ. bail-in), што е од особено значење во случаите кога како издавач се јавува банка или друга финансиска институција. Поради тоа, ваквите капитални инструменти со условна конверзија се прифаќаат од супервизорите и регулаторите на банките како капитален инструмент којшто е дел од регулаторниот капитал (т.е. во сопствените средства).

Слика бр. 1

Приказ на различните алтернативи околу двете основни карактеристики на капиталните инструменти со условна конверзија



Извор: Приспособено од Avdjiev Stefan, Kartasheva Anastasia, Bogdanova Bilyana, 2013, "CoCos: a primer", BIS Quarterly Review, September 2013.

Така, првата финансиска институција што издаде ваков тип обврзници (на крајот на 2009 година) е „Лојдс банкинг груп“, а подоцна слични обврзници издадоа „Рабо банка“, „Кредит Свис“ и Банката на Кипар. Капиталните инструменти со условна конверзија се особено карактеристични за европскиот банкарски пазар (како најголеми издавачи се јавуваат, на пример Барклис, БНП Париба, ХСБЦ или Сантандер), иако овие инструменти се среќаваат и на азискиот континент. Во САД не се среќаваат вакви инструменти, иако се присутни хартии од вредност со слични карактеристики, вообичаено структурирани како перпетуални некумулативни приоритетни хартии од вредност (како издавачи на овој тип инструменти, на пример, се јавуваат ЈП Морган или Велс Фарго). Како инвеститори во капиталните инструменти со условна конверзија многу често се јавуваат инвеститорите на „мало“ или помалите приватни банки¹.

Двете основни карактеристики на капиталните инструменти со условна конверзија се однесуваат на утврдување на настанот којшто ќе предизвика активирање на овој механизам, т.н. **критичен настан** (англ. trigger) и на дефинирање на **механизмот за покривање на загубите** (англ. loss absorption mechanism).

Настанот којшто предизвикува активирање на механизмот за покривање на загубите може да биде во форма на механичко правило или пак да претставува дискреционо право на супервизорот. Со механичкото правило вообичаено однапред се дефинира нивото на избран (договорен) показател за капиталот, коешто ако биде достигнато, ќе предизвика активирање на механизмот за покривање на загубите. Показателот за капиталот може да биде утврден врз основа на интерни показатели, најчесто како сооднос меѓу редовниот основен капитал и активата пондерирана според ризиците², или, пак, да се заснова на некој пазарен показател за издавачот, како што е соодносот меѓу пазарната капитализација на акциите на издавачот и износот на неговата актива. Покрај ова, супервизорот може да има дискреционо право да одлучи дали и кога треба да се активира механизмот за покривање на загубите, врз основа на негова оценка за тековните или идните движења кај капиталните позиции на банката издавач на инструментот (англ. point of non-viability trigger.)³.

Механизмот за покривање на загубите може да предвиди претворање на должничкиот во сопственички инструмент или намалување (отпис) на неговата вредност. Претворањето во сопственички инструменти може да се изврши земајќи ја предвид тековната пазарна цена на акциите на издавачот или некоја однапред дефинирана цена (на пример, пазарната цена или цената што е утврдена со проспекто за издавањето на должничкиот инструмент). При претворањето според тековната пазарна цена на акцијата, многу е веројатно дека би дошло до разводнување на постојната акционерска структура на издавачот на конвертибилната обврзница, поради фактот што тековна пазарна цена на неговите акции може да има пониска вредност во услови на стрес. Оттука, честопати претворањето се врши според некоја однапред

¹ Една од причините за помалиот интерес од страна на институционалните инвеститори е фактот што овие инструменти многу често немаат доделен кредитен рејтинг, заради разноликоста во нивните карактеристики (од јурисдикција до јурисдикција), потенцијалната можност (со оглед на карактеристиките) да го изместат редоследот на инвеститорите и доверителите на банката, при покривање на загубите и неизвесноста околу нивното вреднување, особено кај оние каде што претворањето може да биде предизвикано и со одлука на супервизорот.

² Со Базелската капитална спогодба со која се пропишува начинот на дефинирање на сопствените средства и на инструментите коишто можат да бидат дел од сопствените средства е определено дека одреден капитален инструмент може да биде дел од додатниот основен капитал на банката, доколку неговите договорни услови предвидуваат активирање на механизмот на покривање на загубите, најмалку во случаите кога соодносот помеѓу редовниот основен капитал и активата пондерирана според ризиците се намали под 5,125%.

³ Дискреционото право најчесто го користат регулаторните органи надлежни за решавање на банките со проблеми (англ. Resolution authorities).

дефинирана цена, којашто може, но и не мора да биде цената на акциите што преовладувала на пазарот во моментот на издавањето на обврзниците со условна конверзија. Дополнителна можност е да се предвиди делумно или целосно намалување на номиналната вредност на издадената обврзница, со што се намалува тековниот долг на издавачот, но и потенцијалните идни отплати на камата врз основа на овие инструменти.

Капиталните инструменти со условна конверзија вообичаено се издаваат како перпетуални обврзници⁴, иако очекувањата на заинтересираните страни се дека издавачот ќе има интерес да ги откупи што побрзо, со оглед на фактот дека станува збор за едни од поскапите должнички инструменти. Имајќи ги предвид претходно наведените карактеристики на овие инструменти, сосема е јасно дека тие се нудат по повисоки цени (во одредени случаи тие ги покриваат загубите дури и пред имателите на акции) од останатите хартии од вредност издадени од истиот издавач (нивната цена не зависи само од карактеристиките на издавачот). Приносите на капиталните инструменти со условна конверзија се слични со приносите на субординираните обврзници на издавачот, а помалку со премиите на дериватните инструменти за заштита од остварување на кредитниот ризик за конкретниот издавач (англ. Credit default swaps spreads) или цените на сопственички инструменти на тој издавач.

И покрај фактот што станува збор за релативно „нови“ финансиски инструменти, чишто пазари сè уште не минале низ некој посериозен и посилен надолен циклус, можат да се извлечат неколку заклучоци во однос на предностите и негативните ефекти од издавањето на овој вид инструменти. Најзначајната предност на капиталните инструменти со условна конверзија е што овозможуваат поголема стабилност на сопствените средства на банките и пораст на нивниот квалитет. Во услови на проблеми во работењето на банката, таа има дополнителен механизам за покривање на загубите и подобрување на нејзиниот биланс на состојба, без разлика дали се врши претворање на овие инструменти во акции или се намалува нивната вредност. Со тоа се зголемува отпорноста на секоја банка на шокови, а со тоа и отпорноста на целокупниот банкарски систем. Исто така, со нивното присуство, се намалува ризикот од користење буџетски средства за покривање на загубите на банките којшто, како што беше истакнато, беше особено присутен за време на глобалната финансиска криза.

Од друга страна, заради повисоката цена по која се нудат овие инструменти, тие може да бидат оптоварување за профитабилноста на издавачот, којшто треба да исплаќа повисока камата за издадените инструменти заради заштита од кризен настан којшто може никогаш да не се случи. Ваквата нивна карактеристика бара соодветни познавања и кај издавачите, и кај инвеститорите за соодветна оценка на ризиците и предностите коишто ги носат овие инструменти.

Покрај предностите што ги нудат овие инструменти за секоја банка издавач, нивното издавање може да има позитивно влијание и врз проширувањето на инвестициските опции на финансискиот пазар, што може да биде од особено значење за развојот на домашниот пазар на капитал. Така, заради зголемување на износот на сопствените средства, подобрување на нивната структура, но и проширување на изворите на финансирање, во македонскиот банкарски систем, неодамна имаше два

⁴ Причината за перпетуалноста на овие инструменти (без рок на достасување) кај банките треба да се бара во барањата на Базелската капитална спогодба преточени во домашните регулатива за адекватноста на капиталот. Имено, едно од барањата коешто треба да ги исполни инструментот за да може да биде дел од додатниот основен капитал на банката е да нема рочност.

случаи на успешно издавање конвертибилни обврзници. Во првиот случај⁵ станува збор за перпетуални обврзници⁶, кај кои е предвидено целосно или делумно (времено) намалување на нивната вредност, при случување на критичниот настан (кога стапката на редовен основен капитал на банката ќе се намали под 5,125%). Покрај тоа, предвидена е можност за престанок на исплатата на камата врз основа на инструментот (на некумулативна основа), и тоа по повеќе основи: дискреционо право на издавачот, дискреционо право на Народната банка, ако со исплатата на каматата се прекршуваат законските прописи во врска со капиталните барања или ако се случи критичниот настан од погоре. Обврзниците се субординирани во однос на обврските кон депонентите и останатите доверители на банката, а содржат и куповна опција, којашто му дава право на издавачот да ги откупи, односно да им ги отплати на имателите (по изминување на пет години од издавањето и со претходна согласност од Народната банка). Договорните услови по кои се издадени овие обврзници целосно ги исполнуваат условите за нивно вклучување во сопствените средства на банката како дел од додатниот основен капитал.

Во вториот случај станува збор за субординирани обврзници⁷ (во однос на обврските на депонентите и останатите доверители на банката), коишто му даваат право на имателот / инвеститорот да ги конвертира обврзниците во акции⁸. Овие обврзници се со рочност од седум години, но имаат вградена куповна опција (англ. embedded call option), којашто му дава право на издавачот (по пет години од издавањето) предвреме да ги откупи, односно да им ги отплати на имателите (со претходна согласност од Народната банка). Поради рочноста, овие инструменти се дел од дополнителниот капитал на банката.

Користена литература:

Angelos Delivorias, 2016, "Contingent convertible securities Is a storm brewing?" European Parliamentary Research Service;

Avdjiev Stefan, Kartasheva Anastasia, Bogdanova Bilyana, 2013, "CoCos: a primer", BIS Quarterly Review, September 2013;

Charles W. Calomiris, Richard J. Herring, November 2011, Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement;

Financial Industry Regulatory Authority, Reverse Convertibles—Complex Investment Vehicles;

Norges Bank, Contingent Convertible Bonds (Cocos) issued by European Banks.

⁶ Издадени се по пат на приватна понуда во јануари 2019 година, а од 1.3.2019 г. котираат и на Македонската берза. <http://www.unibank.com.mk/files/attachments/Prospekt.pdf>

⁷ Издавањето по пат на јавна понуда беше завршено во март 2019 година, по што следи пријава за упис во ЦДХВ. <https://www.mse.mk/Repository/Reports/%D0%88%D0%B0%D0%B2%D0%BD%D0%B8%20%D0%BF%D0%BE%D0%BD%D1%83%D0%B4%D0%B8%20%D0%B7%D0%B0%20%D0%BF%D1%80%D0%B5%D0%B7%D0%B5%D0%BC%D0%B0%D1%9A%D0%B5%202018/CKB%20AD%20Skopje%20-%20javna%20ponuda%20obvrznici/%D0%9F%D0%A0%D0%9E%D0%A1%D0%9F%D0%95%D0%9A%D0%A2%20%D0%A6%D0%9A%D0%91.pdf>

⁸ За што веќе банката (поточно собрание на акционери на банката) донесе и одлука за условно зголемување на главнината заради конвертирање на обврзниците во акции.