

Кравчук І. С.

*к.е.н., доцент, докторант кафедри банківського менеджменту та обліку,
Тернопільський національний економічний університет, Україна;
e-mail: i.kravchuk@tneu.edu.ua*

ОСОБЛИВОСТІ ЕМІСІЇ БАНКАМИ УМОВНИХ КОНВЕРТОВАНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Анотація. У статті досліджено специфічні характеристики умовних конвертованих цінних паперів (активатори, купонна ставка, строк обігу, механізм трансформації) у взаємозв'язку з управлінням фінансовою стійкістю банківських установ, їхній вплив на стабільність ринку обігових фінансових інструментів, а також визначено перспективи побудови ринку цих цінних паперів України.

Роль умовних конвертованих облігацій у міжнародній фінансовій системі є певною мірою амбівалентною – з одного боку, ці інструменти емітуються для забезпечення підтримки стабільності банківських систем, а з іншого – існує ймовірність негативного впливу на стабільність ринків та інвесторів при активації умови про конверсію/списання боргу.

В Україні впровадження в обіг умовних конвертованих цінних паперів є передчасним, оскільки для розвитку ринку інструментів з умовою ймовірного списання немає попиту з боку інвесторів, а для умовних конвертованих облігацій з умовою конверсії в акції додатковим стримувальним фактором є майже повна відсутність ринку банківських акцій.

Ключові слова: умовні конвертовані цінні папери, банк, абсорбція втрат, конверсія боргу, капітал.

Формул: 0; рис.: 4; табл.: 1; бібл.: 23.

Кравчук І. С.

*Ph. D. in Economics, Associative Professor,
Doctoral student of Department of Banking Management and Accounting
Ternopil National Economic University, Ukraine;
e-mail: i.kravchuk@tneu.edu.ua*

FEATURES OF ISSUE BANKING CONTINGENT CONVERTIBLE SECURITIES

Abstract. The specific characteristics of contingent convertible securities (activators, coupon rate, maturity, transformation mechanism) in connection with the financial soundness management of banking institutions, their impact on the stability of the negotiable financial instruments market, as well as the prospects for building the market of these securities in Ukraine were examined in the article.

The role of conditional convertible bonds in the international financial system is ambivalent – on the one hand, these instruments are issued to ensure banking system stability, and on the other there is the probability of a negative impact on the market stability and investors under the activation conditions on the conversion/principal writedown.

In Ukraine the construction of contingent convertible securities is premature, because for the market development of instruments with condition of probable principal writedown has no demand from investors, and the additional limiting factor for contingent convertible bonds with condition of conversion into shares is the almost complete absence of banking shares market.

Keywords: contingent convertible securities, bank, lossabsorption, conversion, capital.

JEL Classification: G15, G21

Formulas: 0; fig.: 4; tabl.: 1; bibl.: 23.

Кравчук И. С.
к.э.н., доцент, докторант кафедры банковского менеджмента и учета,
Тернопольский национальный экономический университета, Украина;
e-mail: i.kravchuk@tneu.edu.ua

ОСОБЕННОСТИ ЭМИССИИ БАНКАМИ УСЛОВНЫХ КОНВЕРТИРОВАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Аннотация. В статье исследованы специфические характеристики условных конвертируемых ценных бумаг (активаторы, купонная ставка, срок обращения, механизм трансформации) во взаимосвязи с управлением финансовой устойчивостью банковских учреждений, их влияние на стабильность рынка финансовых инструментов, а также определены перспективы построения рынка этих ценных бумаг в Украине.

Роль условных конвертируемых облигаций в международной финансовой системе является в определенной степени амбивалентной – с одной стороны, эти инструменты эмитируются для обеспечения поддержания стабильности банковских систем, а с другой – существует вероятность негативного влияния на стабильность рынков и инвесторов при активации условия о конверсии/списании долга.

В Украине введение в обращение условных конвертируемых ценных бумаг является преждевременным, поскольку для развития рынка инструментов с условием вероятного списания нет спроса со стороны инвесторов, а для условных конвертируемых облигаций с условием конверсии в акции дополнительным сдерживающим фактором является почти полное отсутствие рынка банковских акций.

Ключевые слова: условные конвертируемые ценные бумаги, банк, абсорбция потерь, конверсия долга, капитал.

Формул: 0; рис.: 4; табл.: 1; библи.: 23.

Вступ. На сучасному етапі на міжнародному рівні в аспекті фінансової інженерії нового формату, використовуючи економічно-правовий симбіоз, здійснюються активні дії щодо випуску умовних конвертованих боргових цінних паперів (*contingent convertible securities, CoCos*). Застосування цих фінансових інструментів пов'язане з реалізацією заходів щодо вдосконалення забезпечення стабільного функціонування, перш за все, банківської системи.

Під час останньої фінансової кризи проявилися недоліки сучасної моделі банківництва щодо домінування великих банків (*toobigtoofail*) та використання значних обсягів державних фінансових ресурсів (коштів платників податків) для підтримки діяльності цих інституцій з метою зменшення негативного впливу на фінансову систему в цілому. Зокрема, обсяг такої допомоги в 2008 році склав 27,7% ВВП країн ЄС [14, с. 63]. На прикладі ЄС можна побачити, що державна підтримка банківської сфери призвела до активізації кризи на ринках суверенних боргів. Ці два процеси взаємно посилювалися (*feedbackloop*) на основі наступного алгоритму: фінансові проблеми банків – державна допомога – зростання державного боргу – збільшення кредитного ризику суверенних боргових зобов'язань – погіршення фінансового стану банків-інвесторів у ці державні боргові інструменти на основі переоцінки ризиків.

Для вирішення проблеми великих банків, їх стабілізації та уникнення необхідності використання коштів платників податків на міжнародному рівні було запропоновано новий механізм, який базується на заангажуванні власників і кредиторів банку у процес його порятунку (*bail-in*).

На основі пропозицій Ради фінансової стабільності при G20 (FSB) від 2011 року на рівні європейського співтовариства у 2014 році ухвалено Директиву щодо системи відновлення і резолюції кредитних інституцій та інвестиційних фірм (BRRD) [17]. Цей правовий акт зокрема впроваджує норму щодо необхідності дотримання банками мінімальних вимог щодо власних фондів і кваліфікованих зобов'язань (*MREL – minimum requirement for own fund and eligible liabilities*), які можна використовувати для процедури *bail-in*.

Зважаючи на необхідність виконання вище описаних вимог, банки стоять перед викликом формування відповідної структури пасивів, використовуючи різні конструкції фінансових інструментів. І саме умовні конвертовані облигації можуть стати одним з важливих інструментів кваліфікованих зобов'язань.

Аналіз досліджень та постановка завдання. Ще наприкінці 20-х років ХХ ст. у США були ідеї щодо створення фінансового інструменту, пов'язаного з абсорбцією втрат на основі привілейованих акцій [9]. На початку 90-х років ХХ ст. запропоновано впровадити умовно-стресові конвертовані зобов'язання (*distress-contingent convertible, DCC*), які надавали б можливість емітенту автоматично конвертувати борг у власний капітал при погіршенні фінансової ситуації, а саме при падіння власного капіталу нижче встановленого рівня [13]. У працях Т. Берга і К. Касерера (Т. Berg, С. Kaserer) [8, с. 357] та Р. Гріна (R. Greene) [19, с. 12] зазначено, що автором („батьком») пропозиції щодо випуску умовних конвертованих боргових цінних паперів вважається М. Фленнері (M. Flannery) [18], який у 2002 році запропонував борговий інструмент, що конвертується в акції при падінні ціни акцій емітента нижче визначеного рівня.

На протязі останніх років дослідженнями випуску CoCos займалися С. Пазарбазіоглу (С. Pazarbasioglu) та ін. [22], М. Бюєргі (M. Buergi) [10], Ч. Каломіріс (С. Calomiris) і Р. Херрінг (R. Herring) [11], Р. МакДональд (R. McDonald) [20], Я. Де Шпігелеєр (J. De Spiegeleer) та В. Шутенс (W. Schoutens) [12], С. Авдієв (S. Avdjiev) та ін. [6; 7], Л. Аллен (L. Allen) і Ю. Танг (Y. Tang) [4], Р. Грін (R. Greene) [19]. Їх роботи переважно стосуються конструювання та обігу умовних конвертованих боргових зобов'язань в умовах розвинутих ринків цінних паперів.

Однак важливим є вивчення можливостей випуску CoCos банківськими інституціями і в умовах перехідної економіки, зокрема в Україні.

Метою статті є ідентифікація специфічних характеристик умовних конвертованих цінних паперів у взаємозв'язку з управлінням фінансовою стійкістю банківських установ, їх впливу на стабільність ринку обігових фінансових інструментів, а також визначення перспектив побудови ринку CoCos в Україні.

Результати дослідження. CoCos за своєю сутністю є борговим обіговим фінансовим інструментом, в умовах випуску якого передбачена можливість автоматичного списання боргу емітента перед інвесторами або його конверсія в акції при настанні певних чітко окреслених умов. Відмінність цих інструментів у порівнянні з традиційними конвертованими облигаціями полягає по-перше, не в праві, а в обов'язку емітента конвертувати борг при настанні певних умов і по-друге, у можливості не тільки конверсії, а й списання боргу, якщо це передбачено в умовах емісії.

Дизайн CoCos включає ряд характеристик, які визначають особливості цих боргових зобов'язань, а також їх вплив на поведінку емітентів та інвесторів, яка в певній мірі детермінує поточну та очікувану ринкову ситуацію.

На основі аналізу наукових праць у цій площині [6, с. 6; 10, с. 33–35; 19, с. 9–10; 22] можна окреслити конститутивні характеристики умовних конвертованих боргових цінних паперів (рис. 1).

1. Активатор (*trigger*) – це індикатор, рівень якого визначає ймовірність заміни або списання боргу за цінним папером. Правило активатора відображається в умовах емісії, стосується певних показників і може вступати в дію автоматично (механічні активатори) на підставі досягнення певного рівня встановленим показником або дискреційно, коли рішення про конверсію/списання приймає уповноважений регулюючий орган після ідентифікації певного рівня слабкості щодо платоспроможності банківської інституції (*pointofnon-viability – PONV*).

Правило активації містить у своїй основі один (переважно) або декілька індикаторів. Серед відомих на даний час пропозицій індикатори групуються в системні та ідіосинкратичні (ринкові та балансові), які базуються на даних щодо конкретної банківської інституції.

Кравчук И. С.
к.э.н., доцент, докторант кафедры банковского менеджмента и учета,
Тернопольский национальный экономический университета, Украина;
e-mail: i.kravchuk@tneu.edu.ua

ОСОБЕННОСТИ ЭМИССИИ БАНКАМИ УСЛОВНЫХ КОНВЕРТИРОВАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Аннотация. В статье исследованы специфические характеристики условных конвертируемых ценных бумаг (активаторы, купонная ставка, срок обращения, механизм трансформации) во взаимосвязи с управлением финансовой устойчивостью банковских учреждений, их влияние на стабильность рынка финансовых инструментов, а также определены перспективы построения рынка этих ценных бумаг в Украине.

Роль условных конвертируемых облигаций в международной финансовой системе является в определенной степени амбивалентной – с одной стороны, эти инструменты эмитируются для обеспечения поддержания стабильности банковских систем, а с другой – существует вероятность негативного влияния на стабильность рынков и инвесторов при активации условия о конверсии/списании долга.

В Украине введение в обращение условных конвертируемых ценных бумаг является преждевременным, поскольку для развития рынка инструментов с условием вероятного списания нет спроса со стороны инвесторов, а для условных конвертируемых облигаций с условием конверсии в акции дополнительным сдерживающим фактором является почти полное отсутствие рынка банковских акций.

Ключевые слова: условные конвертируемые ценные бумаги, банк, абсорбция потерь, конверсия долга, капитал.

Формул: 0; рис.: 4; табл.: 1; библи.: 23.

Вступ. На сучасному етапі на міжнародному рівні в аспекті фінансової інженерії нового формату, використовуючи економічно-правовий симбіоз, здійснюються активні дії щодо випуску умовних конвертованих боргових цінних паперів (*contingent convertible securities, CoCos*). Застосування цих фінансових інструментів пов'язане з реалізацією заходів щодо вдосконалення забезпечення стабільного функціонування, перш за все, банківської системи.

Під час останньої фінансової кризи проявилися недоліки сучасної моделі банківництва щодо домінування великих банків (*toobigtoofail*) та використання значних обсягів державних фінансових ресурсів (коштів платників податків) для підтримки діяльності цих інституцій з метою зменшення негативного впливу на фінансову систему в цілому. Зокрема, обсяг такої допомоги в 2008 році склав 27,7% ВВП країн ЄС [14, с. 63]. На прикладі ЄС можна побачити, що державна підтримка банківської сфери призвела до активізації кризи на ринках суверенних боргів. Ці два процеси взаємно посилювалися (*feedbackloop*) на основі наступного алгоритму: фінансові проблеми банків – державна допомога – зростання державного боргу – збільшення кредитного ризику суверенних боргових зобов'язань – погіршення фінансового стану банків-інвесторів у ці державні боргові інструменти на основі переоцінки ризиків.

Для вирішення проблеми великих банків, їх стабілізації та уникнення необхідності використання коштів платників податків на міжнародному рівні було запропоновано новий механізм, який базується на заангажуванні власників і кредиторів банку у процес його порятунку (*bail-in*).

На основі пропозицій Ради фінансової стабільності при G20 (FSB) від 2011 року на рівні європейського співтовариства у 2014 році ухвалено Директиву щодо системи відновлення і резолюції кредитних інституцій та інвестиційних фірм (BRRD) [17]. Цей правовий акт зокрема впроваджує норму щодо необхідності дотримання банками мінімальних вимог щодо власних фондів і кваліфікованих зобов'язань (*MREL – minimum requirement for own fund and eligible liabilities*), які можна використовувати для процедури *bail-in*.

Зважаючи на необхідність виконання вище описаних вимог, банки стоять перед викликом формування відповідної структури пасивів, використовуючи різні конструкції фінансових інструментів. І саме умовні конвертовані облигації можуть стати одним з важливих інструментів кваліфікованих зобов'язань.

Аналіз досліджень та постановка завдання. Ще наприкінці 20-х років ХХ ст. у США були ідеї щодо створення фінансового інструменту, пов'язаного з абсорбцією втрат на основі привілейованих акцій [9]. На початку 90-х років ХХ ст. запропоновано впровадити умовно-стресові конвертовані зобов'язання (*distress-contingent convertible, DCC*), які надавали б можливість емітенту автоматично конвертувати борг у власний капітал при погіршенні фінансової ситуації, а саме при падіння власного капіталу нижче встановленого рівня [13]. У працях Т. Берга і К. Касерера (Т. Berg, С. Kaserer) [8, с. 357] та Р. Гріна (R. Greene) [19, с. 12] зазначено, що автором („батьком») пропозиції щодо випуску умовних конвертованих боргових цінних паперів вважається М. Фленнері (M. Flannery) [18], який у 2002 році запропонував борговий інструмент, що конвертується в акції при падінні ціни акцій емітента нижче визначеного рівня.

На протязі останніх років дослідженнями випуску CoCos займалися С. Пазарбазіоглу (С. Pazarbasioglu) та ін. [22], М. Бюєргі (M. Buergi) [10], Ч. Каломіріс (С. Calomiris) і Р. Херрінг (R. Herring) [11], Р. МакДональд (R. McDonald) [20], Я. Де Шпігелеєр (J. De Spiegeleer) та В. Шутенс (W. Schoutens) [12], С. Авдієв (S. Avdjiev) та ін. [6; 7], Л. Аллен (L. Allen) і Ю. Танг (Y. Tang) [4], Р. Грін (R. Greene) [19]. Їх роботи переважно стосуються конструювання та обігу умовних конвертованих боргових зобов'язань в умовах розвинутих ринків цінних паперів.

Однак важливим є вивчення можливостей випуску CoCos банківськими інституціями і в умовах перехідної економіки, зокрема в Україні.

Метою статті є ідентифікація специфічних характеристик умовних конвертованих цінних паперів у взаємозв'язку з управлінням фінансовою стійкістю банківських установ, їх впливу на стабільність ринку обігових фінансових інструментів, а також визначення перспектив побудови ринку CoCos в Україні.

Результати дослідження. CoCos за своєю сутністю є борговим обіговим фінансовим інструментом, в умовах випуску якого передбачена можливість автоматичного списання боргу емітента перед інвесторами або його конверсія в акції при настанні певних чітко окреслених умов. Відмінність цих інструментів у порівнянні з традиційними конвертованими облигаціями полягає по-перше, не в праві, а в обов'язку емітента конвертувати борг при настанні певних умов і по-друге, у можливості не тільки конверсії, а й списання боргу, якщо це передбачено в умовах емісії.

Дизайн CoCos включає ряд характеристик, які визначають особливості цих боргових зобов'язань, а також їх вплив на поведінку емітентів та інвесторів, яка в певній мірі детермінує поточну та очікувану ринкову ситуацію.

На основі аналізу наукових праць у цій площині [6, с. 6; 10, с. 33–35; 19, с. 9–10; 22] можна окреслити конститутивні характеристики умовних конвертованих боргових цінних паперів (рис. 1).

1. Активатор (*trigger*) – це індикатор, рівень якого визначає ймовірність заміни або списання боргу за цінним папером. Правило активатора відображається в умовах емісії, стосується певних показників і може вступати в дію автоматично (механічні активатори) на підставі досягнення певного рівня встановленим показником або дискреційно, коли рішення про конверсію/списання приймає уповноважений регулюючий орган після ідентифікації певного рівня слабкості щодо платоспроможності банківської інституції (*pointofnon-viability – PONV*).

Правило активації містить у своїй основі один (переважно) або декілька індикаторів. Серед відомих на даний час пропозицій індикатори групуються в системні та ідіосинкратичні (ринкові та балансові), які базуються на даних щодо конкретної банківської інституції.



Рис. 1. Анатомія умовних конвертованих боргових цінних паперів¹
¹Примітка. Власна розробка автора.

Системні індикатори відображають стан фінансової системи чи окремого сектору і при сигналі про значне погіршення фінансових умов здійснюється конверсія. Недоліком застосування виключно системних індикаторів є неврахування фінансового стану конкретного банку, який може виявитися доволі стійким і низько чутливим на макрофінансові потрясіння, а необґрунтована конверсія боргового капіталу в акціонерний може бути негативним сигналом для ринку і спровокувати погіршення платоспроможності банківської інституції. З іншої сторони, системні індикатори можуть ідентифікувати негаразди у фінансовій системі запізно, коли банк вже доволі важко буде вивести з дисфункціонального стану.

Ідіосинкратичні активатори базуються на даних щодо конкретної банківської інституції. До балансових (бухгалтерських) індикаторів перш за все відноситься відношення основного капіталу банку (*Common Equity Tier 1 – CET1*) до активів зважених на ризик. Недоліком цього індикатора є низька періодичність публічного розкриття даних про банківський капітал, а також можливість певних балансових маніпуляцій банківських менеджерів, оскільки показник розраховується на певну дату і відповідні розрахункові дані можуть бути приведені до необхідного рівня саме на цей момент часу. Так, за даними М. Буєргі [10, с. 36] між 2006 та 2009 рр., коли вважалося, що банки були у стресовому стані, вони ніколи не публікували коефіцієнти TIER-1 нижче 7%.

Банківські установи більш прихильні саме до балансових активаторів, оскільки на основі їх застосування сконструйовані умовні конвертовані облігації можна віднести до додаткового капіталу 1 рівня (AT1), тим самим виконавши вимоги регуляторів згідно Базель III (рис. 2). В європейському фінансовому просторі у відповідності з розпорядженням щодо пруденційних вимог до кредитних інституцій (CRR) [16] існує можливість включення фінансових інструментів до AT1, якщо передбачено їх списання або конверсія в акції при падінні коефіцієнта TIER-1 (CET1+AT1) менше 5,125%.

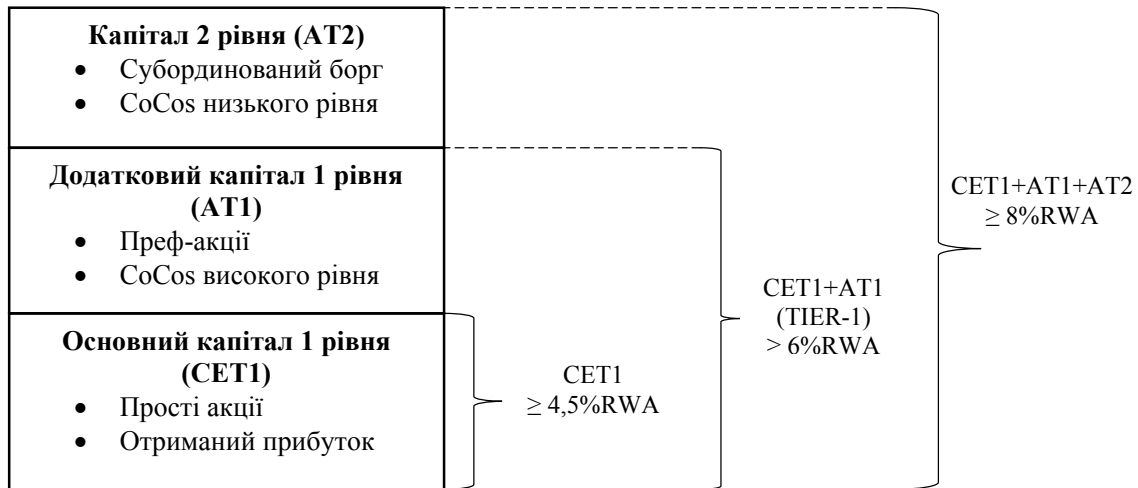


Рис. 2. Роль умовних конвертованих облігацій у банківському капіталі згідно вимог Базель III¹
¹Примітка. Побудовано автором за матеріалами [7, с. 47], RWA – активи зважені на ризик.

Банківські інституції можуть емітувати CoCos з іншими умовами (враховуючи вимоги CRR), відносячи їх поряд з субординованим боргом до інструментів капіталу другого рівня (AT2). Дані цінні папери мають вищий рівень привілейованості і підлягають конверсії чи списанню після інструментів AT1, а тому рівні активації щодо CoCos у капіталі AT2 є нижчими.

Найбільш відомим ринковим індикатором є ринкова ціна акцій емітента CoCos (індикаторами також можуть бути кредитний спред, спред кредитних дефолтних свопів тощо). Падіння ціни акцій теоретично на ефективних ринках має свідчити про несприятливі прогнози щодо майбутнього розвитку банку і при досягненні встановленого в умовах емісії рівня активізує норму про трансформацію боргового цінного паперу. Однак ринки не є ефективні, а тому можливим негативним варіантом розвитку подій, на якому акцентують увагу дослідники [7, с. 45], є так звана «спіраль смерті» («*deathspiral*»), тобто інвестори купують умовні конвертовані облігації з метою отримати акції банку та впливати на управління. Після купівлі облігацій на основі коротких продаж вони тиснуть на зменшення ринкової ціни акцій до рівня активації конверсії. Однак, якщо ринок акцій конкретного банку є доволі об'ємний, то власникам облігацій буде важко маніпулювати ціною акцій.

Беручи за основу ринкову ціну в якості індикатора активації, можна використати й інші метрики, які пов'язують ринкові та бухгалтерські дані, – відношення ціни акцій до прибутку (P/E), до балансового капіталу (P/B) тощо.

Для подолання можливих негативних стимулів власників бондів щодо впливу на ринкову ціну акцій Ч. Каломіріс і Р. Херрінг [11] запропонували застосовувати ковзку середню ринкової ціни акцій, яка ускладнює проведення цінових маніпуляцій.

На протязі останніх років розвивається також підхід щодо здійснення конверсії при одночасному досягненні критичного рівня декількома індикаторами – як системними, так й індивідуальними. Р. МакДональд [20, с. 230] запропонував дуалістичний активатор, який передбачає конверсію облігацій в акції при умові значного падіння акцій конкретного банку та широкого фондового індексу фінансового сектору. Л. Аллен та Ю. Танг [4, с. 2] описали подвійний активатор, який включає системний індикатор (показник агрегованого системного ризику банківського сектору на основі 6-місячного макроекономічного прогнозу – CATFIN, презентований у праці Л. Аллен та ін. [3]) та індикатор системного ризику мікрорівня конкретного банку (дельта CoVar, запропонований Т. Адріаном (Т. Adrian) та М. Бруннермейером (М. Brunnermeier) [1]).

Попри свою перевагу в нівелюванні впливу ринкових маніпуляцій, окремі пропозиції в рамках мульти-підходу також мають слабкі сторони. Зокрема, використання прогнозних системних індикаторів має недолік у наявності ймовірної помилки прогнозування.

Використання фондового індексу фінансового сектору є більш прийнятним, однак зважаючи на відсутність високої ефективності ринків, ірраціональний фактор впливу також не можна виключати, що зменшує дієвість індикатора. Крім того, не на усіх національних ринках цінних паперів розраховується спеціалізований фінансовий фондовий індекс.

Таким чином, не має єдиного досконалого універсального рішення щодо виду активаторів, що можна пояснити відсутністю *per se* абсолютної досконалості фінансової системи.

Іншим аспектом у площині механізму активації трансформації CoCos є також встановлення рівня відповідного індикатора. Так, вибір високого значення індикативного показника свідчить про акцент на превентивному характері активації і вирішенні завдання рекапіталізації, однак може призвести до передчасної конверсії, в якій можливо й не має потреби. З іншої сторони низький рівень індикатора активації характеризує роль CoCo вже більше як інструменту абсорбції втрат, оскільки діє вже при значних ознаках зменшення фінансової стійкості, а в деяких випадках активація може й не мати значного ефекту, коли банк вже буде неплатоспроможним. А тому важливим завданням фінансового інжинірингу є вибір оптимального рівня активації індикатора або й встановлення декількох рівнів.

2. Строк обігу. Переважно CoCo емітуються зі встановленим строком обігу, однак якщо вони сконструйовані для включення до капіталу АТ1, то у відповідності з розпорядженням CRR мають бути безстроковими (перпетуїтетними).

3. Купонна ставка. В класичному розумінні її величина включає безризикову ставку та премію за ризик. Остання є функцією від багатьох факторів, зокрема й від вибору конкретних опцій конститутивних ознак CoCos (рис. 3).

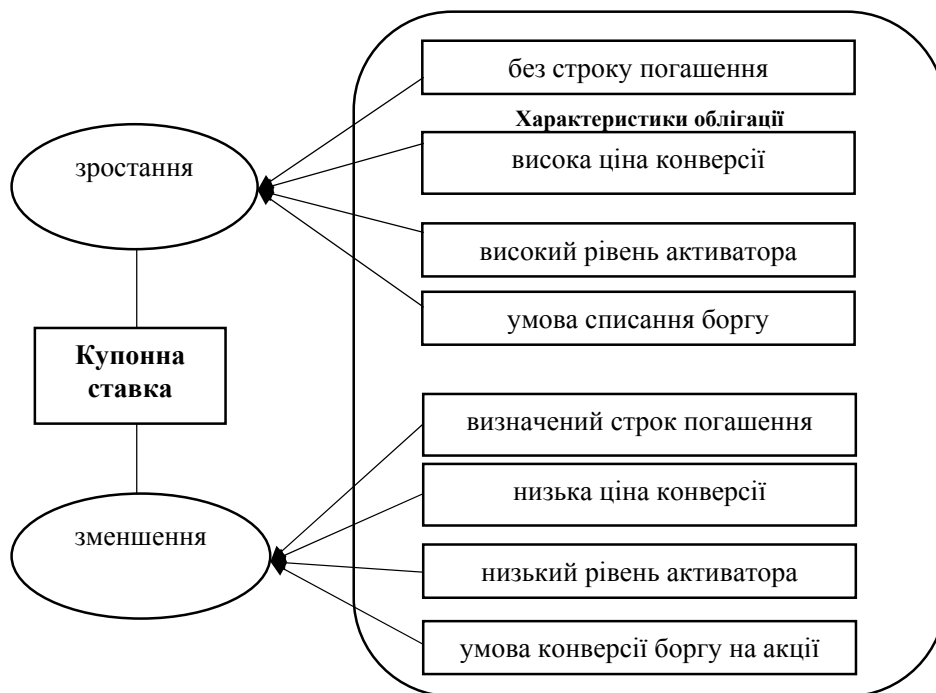


Рис. 3. Фактори впливу на премію за ризик у купонній ставці умовних конвертованих облігацій¹

¹Примітка. Власна розробка автора.

4. Механізм трансформації. При досягненні відібраними індикаторами встановленого в умовах емісії рівня боргові цінні папери можуть бути конвертовані в акції, що реалізує функцію CoCos з підвищення акціонерного капіталу банку, або списані, тобто використані для абсорбції втрат. Зрозуміло, що остання опція є найменш вигідною для інвесторів, і знайти покупців на такі інструменти буде доволі важко, зважаючи на високі ризики втрати інвестованих коштів.

Крім того, списання боргу може викликати певні фінансові негаразди в інвесторів, тим самим банк сприятиме поширенню нестабільності. Для зменшення вірогідності такого сценарію процес списування може бути частковим або поступовим, в залежності від фінансового стану банку-емітента.

Більш прийнятною опцією трансформації CoCos є їх заміна на акції. Цей процес також має свої особливості в залежності від встановлених правил. Так, в умовах емісії може бути прописано здійснення конверсії з вказанням або ціни, або кількості акцій, величина яких може в свою чергу бути встановлена як при емісії (*ex ante*), так і в момент конверсії (*ex post*). Окреслення конверсійної ціни акцій при випуску CoCos має свої переваги в чіткому розумінні і інвесторами, і акціонерами майбутніх перспектив. Однак якщо ціна акцій буде доволі високою і порівняльною з поточною ринковою ціною це зменшить привабливість CoCos для інвесторів, і потребуватиме підвищення купонної ставки.

Встановлення конверсійної ціни *ex post* під час конверсії (на основі наявної ринкової ціни в той момент) загрожуватиме значному розпорошенню акціонерної власності та зменшенню часток існуючих акціонерів. Однак, з іншої сторони, така загроза буде стимулювати існуючих акціонерів до впливу на менеджмент щодо здійснення менш ризикової діяльності, яка б не призвела до погіршення фінансового стану банку та падіння ціни його акцій. А це в свою чергу сприятиме підтримці фінансової стійкості банку.

Варіантом конструювання механізму конверсії, що частково вирішує проблему ймовірного значного розмивання акціонерної власності, є встановлення граничних обмежень конверсійної ціни [10, с. 38; 12, с. 82]. Так, конверсія може здійснюватися за ринковою ціною акцій на час заміни, але не нижче граничної величини.

Крім того, в умовах емісії можна прописати також можливість лише часткової конверсії, що більш прийнятна для акціонерів, а також в певній мірі і для інвесторів, які не мають на меті стати акціонерами банку.

Ринок CoCos за обсягами емісій є ще доволі мізерним. Перші цінні папери такого типу були емітовані в грудні 2009 році банком Lloyd's обсягом 7 млрд. фунтів стерлінгів для включення до капіталу TIER-1 з умовою конверсії на акції [10, с. 40]. Кумулятивний обсяг емісій CoCos банками Європи за 2010-2016 рр. склав 153,2 млрд. євро. Частка емісій умовних конвертованих облігацій банками Європи (включаючи і не членів ЄС) в загальному обсязі емісій усіх боргових інструментів монетарними фінансовими інституціями ЄС в 2015 році становила лише близько 1% (рис. 4).



Рис. 4. Динаміка емісії умовних конвертованих облігацій в Європі¹

¹Примітка. Побудовано автором за даними Асоціації фінансових ринків в Європі та Європейського центрального банку.

На основі аналізу пруденційного звіту Асоціації фінансових ринків в Європі (AFME) [2] можна визначити такі особливості ринку умовних конвертованих облігацій:

(1) серед емітованих CoCos більшу частку складають інструменти з умовою списання (55% в 2016 р.), тобто банки прагнуть уникнути можливості розмивання їх акціонерної власності, а це підвищує ризики для інвесторів, що може негативно вплинути на їх фінансові позиції після списання CoCos;

(2) перевага надається емісії цінних паперів для включення в додатковий капітал 1 рівня. У 2016 році 49% емісій були з активатором на основі коефіцієнта TIER-1 на рівні 5,125%;

(3) банки емітують у більшості перпетуїтетні облігації (2014 р. – 90% від загального обсягу емісій, а в 2016 р. – 100%);

(4) про високу ризикованість для інвесторів цих інструментів свідчать дані, що тільки 33% емісій мали інвестиційний кредитний рейтинг (в 2016 році).

Важливим напрямом дослідження CoCos є вивчення впливу цих інструментів на динаміку та стабільність ринку обігових фінансових інструментів у цілому. Цей аналіз можна здійснити в двох аспектах впливу інформації на ринок – при випуску CoCosі при їх конверсії.

Емісія умовних конвертованих облігацій має певний позитивний вплив на динаміку інших обігових фінансових інструментів емітента, хоча результати емпіричних досліджень щодо секторів дії дещо суперечливі, що можна пояснити *inter alia* незначним періодом розвитку ринку CoCos та використанням різних вибірок і методик. Так, С. Авдієв та ін. [6] стверджують, що випуск CoCos впливає на падіння спреда CDS, а це сигналізує про зменшення кредитного ризику емітента. Редукція спредів CDS є значно більшою при емісії облігацій з умовою про конверсію на акції, ніж з умовою про списання. Сильніший вплив на спред спостерігається для G-SIB (глобальних системно важливих банків) у перед-емісійний період, а не після випуску. Крім того, автори стверджують про відсутність значимого впливу випуску CoCos на ціну акцій емітента. М. Амман та ін. (M. Amman) [5] дослідили вплив анонсів про емісію CoCos і також отримали результати про зменшення спредів CDS, але також і про ріст ціни акцій емітента (на відміну від попереднього дослідження). Причому цей вплив більш відчутний, коли установа вперше випускає такого виду боргові цінні папери.

В будь-якому разі не зафіксовано негативного впливу випуску CoCos на стан ринку інших обігових фінансових інструментів емітентів.

Більш невизначеним і тривожним є відсутність чіткого розуміння впливу проведення конверсії чи списання на динаміку ринку, оскільки таких прецедентів ще не було і їх дію не протестовано на реальних даних. На прикладі Європи, зважаючи на доволі малий поточний обсяг ринку (рис. 4), ймовірні потрясіння не мали б мати прямого значного впливу на порушення виконання функцій ринком боргових цінних паперів у цілому. Однак інформація про трансформацію CoCos матиме вплив на ціну акцій і серед CDS емітента. Зрозуміло, що ціна акцій буде зменшуватися, а спред розширюватися, але невідомо наскільки сильні будуть ці коливання. Напевно реакція цих фінансових інструментів буде більш сильнішою при списанні боргових цінних паперів, ніж при їх конверсії на акції. Крім того, каталізатором динаміки акцій і CDS стане й обсяг конверсії/списання (більший обсяг – сильніша реакція).

Інформація про конверсію може мати також негативний вплив і на цінову динаміку інших банків-емітентів CoCos. За даними дослідження *Royal Bank of Scotland* 70% інвесторів прогнозують, що ринкова ціна CoCos, незалежно від емітента впаде на 20% при здійсненні хоча б одної конверсії. Крім того, в цьому звіті є ще більш песимістичні твердження: «Останні CoCos будуть емітовані, перед активацією першої конверсії» [23].

Крім значної невизначеності дії конверсії на ринок, трансформація CoCos (особливо списання) вплине і на інвесторів, що також може надалі збільшити потрясіння у фінансовій

системі. Для уникнення міжбанківського зараження ще у рекомендаціях групи Ліканена [15, с. 104] наголошується на впровадженні заборони для банків на купівлю такого типу цінних паперів. На нашу думку, для інших фінансових інституцій також слід впровадити певні обмеження щодо інвестицій у CoCos, особливо для пенсійних фондів, які безпосередньо пов'язані з заощадженнями фізичних осіб, а дестабілізація сфери пенсійного забезпечення може мати значні негативні соціальні наслідки. Видається обґрунтованою заборона пенсійним фондам інвестицій у CoCos з умовою списування та встановлення граничних рівнів вкладень у CoCos з умовою конверсії на акції. За даними С. Фвдієва та ін. [7, с. 49-50] на сучасному етапі основними покупцями умовних конвертованих облігацій в Європі є роздрібні інвестори та малі приватні банки, формуючи більше 50% попиту, що є загрозовою тенденцією, зважаючи на ризикованість CoCo, особливо щодо ймовірності списання. Доцільним є впровадження заборони на вкладення домогосподарств у ці фінансові інструменти. Така рестрикція вже впроваджена у Великобританії [6, с. 11].

В Україні згідно оновленої комплексної програми розвитку фінансового сектору [21] до 30 червня 2017 року мала бути розроблена нормативно-правова база для запровадження спеціальних облігацій, що конвертуються у капітал банку або списуються у разі послаблення його фінансовогостану. Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів» (16.11.2017 р.) впроваджено правову норму, якою визначено конвертовані облігації як цінні папери, емісія яких здійснюється акціонерним товариством та передбачає зобов'язання емітента з виплати доходів, погашення облігацій шляхом конвертації таких облігацій на відповідну кількість акцій цього емітента або шляхом виплати номінальної вартості такої облігації за вибором власника такої облігації у порядку. Але списання боргу здійснювати за такими облігаціями не можна, тобто впроваджені правові норми прийнятні лише частково для CoCos. Крім того, відсутня нормативно-правова база власне щодо випуску банками умовних конвертованих зобов'язань та їх врахування в капіталі банку.

На нашу думку, створення відповідного ринку CoCos в Україні є питанням віддаленої перспективи, оскільки вимагає наявності ряду ключових передумов, які також найближчим часом не будуть реалізовані.

До таких передумов слід віднести:

(1) впровадження в українське банківське право комплексу норм щодо регулювання капіталу на основі рекомендацій Базель III (комплексною програмою передбачено до кінця 2019 року [21], що навряд чи можливо, зважаючи на недостатню поточну капіталізацію вітчизняної банківської системи України);

(2) ухвалення законодавства щодо реструктуризації і впорядкованої ліквідації банків згідно європейських норм (BRRD) та впровадження показника MREL;

(3) наявність функціонуючого ліквідного організованого ринку банківських акцій. За станом на початок січня 2018 р. зі 96 акцій, включених до біржового списку «Української біржі», тільки за 11-ма емітентами є банківські інституції (табл. 1). Щодо 4-х банків від дати їх допуску до торгівлі не було укладено жодної угоди, а за період січня-грудня 2017 року щодо 7 банківських акцій не було біржових угод. Лише за двома акціями («Райффайзен Банк Аваль» і «Укрсоцбанк») можна спостерігати обсяг торгів більше 4 млн. грн. від 2009 року. У січні-грудні 2017 року за всіма банківськими акціями було укладено угод на суму близько 534 млн. грн., що складає близько 31% торгового обороту з усіма акціями на «Українській біржі» за цей період. Проте більше 94% всіх операцій з акціями банків було здійснено щодо акцій «Райффайзен Банк Аваль». Крім того, правовими змінами (Законом від 16.11.2017 р. № 2210-VIII) дозволено функціонування банків у вигляді приватних акціонерних товариств, що ще більше зменшить ймовірність потенційного публічного обігу банківських акцій;

Таблиця 1

Кількість укладених угод та обсяг торгів акціями банків
на «Українській біржі»¹

Банк	Дата початку торгів	Кількість укладених угод, шт.		Обсяг укладених угод, тис. грн	
		від дати включення акцій	січень-грудень 2017 р.	від дати включення акцій	січень-грудень 2017 р.
«Альфа-Банк»	16.11.2015	0	0	0	0
«Банк Альянс»	17.09.2013	73	0	867,4	0
«Райффайзен Банк Аваль»	16.03.2009	232 852	19 280	4 226 242,3	504 317,5
«КБ «Центр»	22.07.2011	0	0	0	0
«АКБ «Індустріалбанк»	16.11.2015	2	0	2,9	0
Кредобанк	14.12.2009	4 088	1 598	301 332,5	7 221,6
КРЕДИТВЕСТ БАНК	27.01.2014	0	0	0	0
Мегабанк	26.03.2009	193	0	9 042,1	0
АБ «Укргазбанк»	26.03.2009	1 928	155	54 690,9	4 399,3
Юнекс Банк	27.12.2017	0	0	0	0
Укрсоцбанк	16.03.2009	208 109	1 618	4 916 120,9	17 847,2
Разом		447 245	22 651	9 508299	533786

¹Примітка. Розраховано автором за даними «Української біржі».

(4) функціонування ефективного публічного ринку корпоративних облігацій. На біржовий ринок корпоративних облігацій банківські боргові цінні папери мають маргінальний вплив. За станом на початок січня 2018 року на фондовій біржі «Перспектива» (яка є лідером серед регульованих ринків України щодо торгівлі борговими цінними паперами) до біржового списку включено облігації лише 4 банків («Альфа-банк», «Таскомбанк», «Кредобанк», «ОТП Банк»);

(5) відновлення довіри інвесторів до банків. За період з 01.01.2014 р. до 01.12.2017 р. кількість банків зменшилась з 180 до 86, що створило доволі високе негативне інвестиційне ставлення до вкладень у банківські інструменти;

(6) встановлення заборони на вкладення в умовні конвертовані облігації коштів банками (для зменшення системного ризику у банківській системі) і фізичними особами (якщо передбачається умова щодо ймовірності списання) та граничних обмежень на інвестиції в ці інструменти страховими компаніями та недержаними пенсійними фондами.

Таким чином, для розвитку ринку CoCos з умовою ймовірного списання не має попиту зі сторони інвесторів, а для CoCos з умовою конверсії в акції додатковим стримуючим фактором є майже повна відсутність ринку банківських акцій.

Висновки. Роль умовних конвертованих облігацій у міжнародній фінансовій системі є в певній мірі амбівалентною – з однієї сторони ці інструменти емітуються для забезпечення підтримки стабільності банківських систем, а з іншої – існує ймовірність негативного впливу на стабільність ринків та інвесторів при активації умови про конверсію/списання боргу.

Зважаючи на сучасний стан розвитку вітчизняного ринку цінних паперів, впровадження в обіг CoCos є передчасним, оскільки матиме низький попит з боку інвесторів, а також доволі обмежену ліквідність.

Література

1. Adrian T. CoVar / T. Adrian, M. Brunnermeier // Federal Reserve Bank of New York Staff Reports. – 2009.
2. AFME. Prudential data report. EU GSIBs prudential capital and liquidity. Q4: 2016 / AFME. – 2017.
3. Allen L. Does systemic risk in the financial sector predict future economic downturns? / L. Allen, T. Bali, Y. Tang // The Review of Financial Studies. – 2012. – Vol. 25. – No. 10. – P. 3000–3036.
4. Allen L. What's the contingency? A proposal for bank contingent capital triggered by systemic risk / L. Allen, Y. Tang // Journal of Financial Stability. – 2016. – Vol. 26. – P. 1–14.
5. Ammann M. Announcement effects of contingent convertible securities: evidence from the global banking industry / M. Ammann, K. Blickle, K. Ehmann // European Financial Management. – 2017. – Vol. 23. – No. 1. – P. 127–152.
6. Avdjiev S. CoCo bond issuance and bank funding costs / S. Avdjiev, P. Bolton, W. Jiang, A. Kartasheva, B. Bogdanova [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://bfi.uchicago.edu/sites/default/files/research/Bolton_CoCos2015-06-10%2C v2.pdf.
7. Avdjiev S. CoCos: a primer / S. Avdjiev, A. Kartasheva, B. Bogdanova // BIS Quarterly Review. – 2013. – September.

8. Berg T. Does contingent capital induce excessive risk-taking? / T. Berg, C. Kaserer // *Journal of Financial Intermediation*. – 2015. – Vol. 24. – P. 356–385.
9. Berle A. Participating preferred stock / A. Berle // *Columbia Law Review*. – 1926. – Vol. 26. – No. 3. – P. 303–317.
10. Buergi M. Pricing contingent convertibles: a general framework for application in practice / M. Buergi // *Financial Markets and Portfolio Management*. – 2013. – Vol. 27. – No. 1. – P. 31–63.
11. Calomiris C. How to design a contingent convertible debt requirement that helps solve our too-big-to-fail problem / C. Calomiris, R. J. Herring // *Journal of Applied Corporate Finance*. – 2013. – Vol. 25. – No. 2. – P. 39–62.
12. De Spiegeleer J. CoCo bonds with extension risk / J. De Spiegeleer, W. Schoutens // *Wilmott*. – 2014. – No. 71. – P. 78–91.
13. Distress-contingent convertible bonds: a proposed solution to the excess debt problem / *Harvard Law Review*. – 1991. – Vol. 104. – No. 8. – P. 1857–1877.
14. European Commission. European financial stability and integration report 2011 / European Commission. – 2012.
15. European Commission. High-level expert group on reforming the structure of the EU banking sector chaired by Erkki Liikanen. Final report // European Commission. – 2012.
16. European Parliament and of the Council. Regulation (EU) No 575/2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending regulation (EU) No 648/2012 (CRR) // European Parliament and of the Council. – 2013.
17. European Parliament and of the Council. Directive 2014/59/EU establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms (BRRD) // European Parliament and of the Council. – 2014.
18. Flannery M. No pain, no gain? effecting market discipline via «reverse convertible debenture» / M. Flannery // Technical report. Graduate School of Business Administration University of Florida. – 2002.
19. Greene R. Understanding CoCos: what operational concerns & global trends mean for U.S. policymakers / R. Greene // M-RCBG Associate Working Paper Series. – 2016. – No. 62.
20. McDonald R. Contingent capital with a dual price trigger / R. McDonald // *Journal of Financial Stability*. – 2013. – Vol. 9. – P. 230–241.
21. NBU. Comprehensive Program of Ukrainian Financial Sector Development Until 2020 / NBU. – 2015.
22. Pazarbasioglu C. Contingent capital: economic rationale and design features / C. Pazarbasioglu, J. Zhou, V. Le Leslé, M. Moore // *IMF Staff Discussion Note*. – 2011. – Vol. 1.
23. RBS The revolver. Macro credit research // RBS. – 2014. – May.

Стаття надійшла до редакції 01.10.2017

© Кравчук І. С.

References

1. Adrian, T., & Brunnermeier, M. (2009). CoVar. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*.
2. AFME. (2017). *Prudential data report. EU GSIBs prudential capital and liquidity. Q4: 2016*.
3. Allen, L., Bali, T., & Tang, Y. (2012). Does Systemic Risk in the Financial Sector Predict Future Economic Downturns? *The Review of Financial Studies*, 25 (10), 3000–3036.
4. Allen, L., & Tang, Y. (2016). What's the contingency? A proposal for bank contingent capital triggered by systemic risk. *Journal of Financial Stability*, 26, 1–14.
5. Ammann, M., Blicke, K., & Ehmann, K. (2017). Announcement Effects of Contingent Convertible Securities: Evidence from the Global Banking Industry. *European Financial Management*, 23 (1), 127–152.
6. Avdjiev, S., Bolton, P., Jiang, W., Kartasheva, A., & Bogdanova, B. (2015). CoCo Bond Issuance and Bank Funding Costs. March 20. Retrieved from https://bfi.uchicago.edu/sites/default/files/research/Bolton_CoCos2015-06-10%2C v2.pdf.
7. Avdjiev, S., Kartasheva, A., & Bogdanova, B. (2013, September). CoCos: a primer. *BIS Quarterly Review*.
8. Berg, T., & Kaserer, C. (2015). Does contingent capital induce excessive risk-taking? *Journal of Financial Intermediation*, 24, 356–385.
9. Berle, A. (1926). Participating Preferred Stock. *Columbia Law Review*, 26 (3), 303–317.
10. Buergi, M. (2013). Pricing contingent convertibles: a general framework for application in practice. *Financial Markets and Portfolio Management*, 27 (1), 31–63.
11. Calomiris, C., & Herring, R. J. (2013). How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement That Helps Solve Our Too-Big-to-Fail Problem. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25 (2), 39–62.
12. De Spiegeleer, J., & Schoutens, W. (2014). CoCo Bonds With Extension Risk. *Wilmott*, (71), 78–91.
13. Distress-Contingent Convertible Bonds: A Proposed Solution to the Excess Debt Problem. (1991). *Harvard Law Review*, 104 (8), 1857–1877.
14. European Commission. (2012a). *European Financial Stability and Integration Report*.
15. European Commission. (2012b). *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector Chaired by Erkki Liikanen. Final Report*.
16. European Parliament and of the Council. (2013). Regulation (EU) No 575/2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012 (CRR).
17. European Parliament and of the Council (2014). Directive 2014/59/EU establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms (BRRD).
18. Flannery, M. (2002). No Pain, No Gain? Effecting Market Discipline via «Reverse Convertible Debenture.» *Technical Report. Graduate School of Business Administration University of Florida*. Retrieved from <http://bear.warrington.ufl.edu/flannery/NoPain.NoGain.pdf>.
19. Greene, R. (2016). Understanding CoCos: What Operational Concerns & Global Trends Mean for U.S. Policymakers. *M-RCBG Associate Working Paper Series*, (62).
20. McDonald, R. (2013). Contingent capital with a dual price trigger. *Journal of Financial Stability*, 9, 230–241.
21. NBU. (2015). *Comprehensive Program of Ukrainian Financial Sector Development Until 2020*.
22. Pazarbasioglu, C., Zhou, J., Le Leslé, V., & Moore, M. (2011). Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features. *IMF Staff Discussion Note*, 1.
23. RBS. (2014). *The Revolver. Macro Credit Research. May*.

Received 01.10.2017

© Kravchuk I. S.