

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**POGOJNI KAPITAL TER PRIMERJAVA OBLIK KAPITALA PO
PRENOVI BASELSKIH STANDARDOV**

Ljubljana, september 2015

ROK MAKOVEC

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Rok Makovec, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom POGOJNI KAPITAL TER PRIMERJAVA OBLIK KAPITALA PO PRENOVI BASELSKIH STANDARDOV, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Markom Košakom.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 SPREMEMBE V KAPITALSKI STRUKTURI BANK IN REGULATIVA	3
1.1 Struktura pasivne strani bančne bilance	3
1.2 Vrste kapitala	4
2 REGULATORNA DEFINICIJA KAPITALA	8
2.1 Oblike kapitala, priznane v novi kapitalski ureditvi Basel III.....	8
2.2 Vrste kapitala, primerne po CRD IV in CRR, glede na rang podrejenosti.....	13
2.2.1 Temeljni Tier I kapital (CET1)	13
2.2.2 Dodatni temeljni Tier I kapital (AT1)	14
2.2.3 Tier II kapital.....	15
2.3 Razlika med EU in švicarsko ureditvijo.....	17
2.4 Uporaba pogojnega kapitala na primeru bančne institucije	20
3 GLAVNE ZNAČILNOSTI POGOJNEGA KAPITALA	25
3.1 Pogojni dogodek.....	26
3.1.1 Konverzija v delnice.....	26
3.1.2 Odpis dela ali celotne glavnice.....	29
3.2 Sprožilec.....	29
3.2.1 Računovodski sprožilec.....	31
3.2.2 Tržni sprožilec.....	33
3.2.3 Regulatorni ali sistemski sprožilec.....	35
3.3 Prednosti in slabosti pogojnega kapitala	37
3.3.1 Prednosti.....	37
3.3.2 Slabosti	38
4 METODE VREDNOTENJA POGOJNEGA KAPITALA	39
4.1 Pristop na podlagi izvedenih instrumentov kreditnega tveganja.....	40
4.2 Primer vrednotenja	42
4.2.1 Korak 1 - izračun verjetnosti neizpolnjevanja obveznosti	43
4.2.2 Korak 2 - impliciranje porazdelitve cen lastniškega kapitala.....	44
4.2.3 Korak 3 - določitev cene pri digitalni opciji s sprožilci konverzije.....	46
4.2.4 Korak 4 - izračun kreditnega pribitka.....	47
5 DOSEDANJA PRAKSA V MEDNARODNEM PROSTORU	49
5.1 Potencialni investitorji.....	52
5.2 Pogled bonitetnih agencij na instrumente pogojnega kapitala	53

SKLEP	55
LITERATURA IN VIRI	57

KAZALO SLIK

Slika 1: Sprememba vrednosti posameznih vrst kapitala glede na stopnjo podrejenosti v obdobju med 2009 in 2014.....	6
Slika 2: Izdaje kapitala vseh podrejenosti po Basel II od leta 1997 do 2010 v EU.....	8
Slika 3: Primerjava kapitalskih zahtev po Basel II in Basel III.....	12
Slika 4: Minimalne kapitalske zahteve po CRD IV in CRR.....	13
Slika 5: Amortizacija instrumentov dodatnega kapitala, izdanih po Basel II.....	15
Slika 6: Umestitev pogojnega (CoCo) kapitala v Basel III kapitalskih zahtevah.....	17
Slika 7: Primerjava kapitalskih zahtev Basel II, Basel III in švicarske regulative.....	19
Slika 8: Zaporedje pomembnejših dogodkov v poslovanju banke Bear Stearns v letih 2007/08....	22
Slika 9: Gibanje cene delnice banke Bear Stearns.....	24
Slika 10: Glavne značilnosti v strukturi pogojnega kapitala.....	26
Slika 11: Prikaz hipotetične dokapitalizacije in delovanja sprožilca pogojnega kapitala na teoretičnem primeru.....	30
Slika 12: Izpis osnovnih značilnosti CoCo obveznice UBS.....	43
Slika 13: Vnosna maska za vrednotenje CDS pogodb na Bloomberg terminalu.....	44
Slika 14: Vnosna maska za vrednotenje opcij na Bloomberg terminalu.....	45
Slika 15: Vnosna maska za vrednotenje opcij na Bloomberg terminalu.....	46
Slika 16: Izračun kreditnega pribitka s pomočjo maske za vrednotenje CDS.....	47
Slika 17: Izračun velikosti trga pogojnega kapitala ob upoštevanju predpostavke odstotka v celotnem kapitalu banke.....	51
Slika 18: EU izdaje instrumentov, primernih po Basel III regulativi od leta 2010.....	51
Slika 19: Potencialni investitorji in zahtevani donosi na izbrane kapitalske instrumente.....	52

KAZALO TABEL

Tabela 1: Značilnosti instrumentov pogojnega kapitala izdajatelja Credit Suisse leta 2011.....	20
Tabela 2: Karakteristike zamenjave po vnaprej dogovorjeni vrednosti lastniškega kapitala.....	27
Tabela 3: Karakteristike zamenjave po vnaprej dogovorjenem številu delnic in ceni.....	29
Tabela 4: Karakteristike računovodskega sprožilca.....	31
Tabela 5: Oblike pogojnega kapitala z računovodskim sprožilcem.....	32
Tabela 6: Karakteristike sprožilca, ki temelji na podlagi tržne cene delnice.....	33
Tabela 7: Karakteristike regulatornega sprožilca.....	36
Tabela 8: Smernice vrednotenja CoCo obveznic.....	54
Tabela 9: Kreditne ocene in donosnosti CoCo obveznic nekaterih EU bank.....	54

UVOD

Pogojni kapital oziroma tako imenovane CoCo¹ obveznice predstavljajo novo obliko kapitalskih finančnih instrumentov, ki jih v svoji ureditvi predvideva Basel III. Nova regulativa temelji na usmerjenosti k večji kakovosti kapitala bank, kar je pomembno predvsem v obdobju zaostrenih gospodarskih razmer, ko imajo banke dostikrat otežen dostop do trga kapitala. V najširšem smislu je namen tega dela predstaviti nove oblike in vrste kapitala, ki jih kot odgovor na vedno višje potrebe in kapitalске zahteve z regulativo CRD IV² in uredbo CRR³ v pravni red držav članic vpeljuje Evropska unija. V delu podrobneje preučujem obliko, lastnosti ter strukturo pogojnega kapitala. Na koncu pa s pomočjo praktičnega primera prikažem tudi eno izmed metod vrednotenja.

Področje raziskovanja se v najširšem pomenu nanaša na bančništvo in finance. Fokus dela predstavlja kapital in vse njegove podkategorije pasivne strani bančne bilance. Le-te bom nadalje razčlenil na posamezne oblike in stopnje podrejenosti, ki jih zahtevajo prenovljeni baselski kapitalski standardi, in podrobneje opisal in predstavil pogojni kapital. Sprememba obstoječih in uvedba novih oblik primerne kapitala je predvsem posledica pretekle finančne krize, ki je v veliki meri pokazala na pomanjkljivosti doslej uveljavljenih hibridnih instrumentov, s katerimi so banke dodatno krepile svoj kapital.

Namen magistrske naloge je celovito predstaviti, podrobneje analizirati pogojni kapital kot vrsto kapitala, ki ga uvajajo prenovljeni kapitalski standardi Basel III. Predvsem pomemben se mi zdi pogled na to obliko kapitala z vidika izdajatelja, vlagatelja ter tržnega regulatorja. Skozi obdobje globalne finančne krize smo se naučili, kako vitalnega pomena za delovanje finančnih institucij je lahko potreba po kapitalu v obdobju zaostrenih gospodarskih razmer. Konsolidacija bančnih nadzornih institucij na ravni Evropske centralne banke za 130 sistemsko najbolj pomembnih bank v Evropski uniji samo še potrjuje željo po večjem nadzoru in kapitalsko trdnejših bankah v EU. Ambiciozen cilj, ki si ga po zadnji finančni krizi v letih 2008–2010 postavlja tako evropska politika kot bančni regulatorji, je, da banke v prihodnje ob podobnih stresnih scenarijih ne bi potrebovale pomoči in dokapitalizacij s strani države in davkoplačevalcev. Po drugi strani pa se prekomerna potreba po kapitalu z vidika varnosti in stabilnosti bank močno zajeda v zahtevani donos na kapital (angl. *Return on Equity* - ROE), ki ga zahtevajo delničarji bank. Velik delež kapitala v bančni bilanci tako zmanjšuje finančni vzvod in tveganje pri opravljanju bančnih poslov, po drugi strani pa tudi samo donosnost (Welsh & Fried, 2011).

Cilj dela je preučiti spremembe v kapitalski regulativi in analizirati značilnosti pogojnega kapitala kot novo obliko oziroma vrsto kapitala, ki ga dovoljujejo baselski kapitalski

¹ CoCo – Contingent Convertible bonds

² CRD IV – Capital Requirements Directive

³ CRR – Capital Requirements Regulation

standardi, evropska direktiva CRD IV ter uredba CRR. V nalogi se soočam z samo kompleksnostjo vrednotenja instrumentov pogojnega kapitala. Vrednotenje oziroma določitev primerne donosnosti ob primarni izdaji in nadalje na sekundarnem trgu je pomembno tako z vidika izdajatelja kot investitorja v pogojni kapital.

Pri preučevanju navedenega področja sem uporabil metodo analize in interpretacije primarnih ter sekundarnih virov. Nalogo sem dopolnil s primerom vrednotenja pogojnega kapitala, ki upošteva pristop na podlagi izvedenih instrumentov kreditnega tveganja. Na ta način sem lahko naredil primerjalno analizo tržnega in modelskega zahtevanega donosa in kreditnega pribitka za obveznico, ki sem jo uporabil pri postopku vrednotenja.

Magistrsko delo sestavlja pet poglavij. V prvem delu na kratko predstavim in orišem strukturo pasivne strani bančne bilance ter različne vrste kapitala in kapitalskih instrumentov. V naslednjem sklopu se posvetim regulatorni definiciji kapitala in vsem spremembam, ki jih v praksi prinašata nova evropska kapitalska regulativa CRD IV in uredba CRR. Tretji del predstavlja jedro naloge, v katerem podrobno predstavim glavne značilnosti in strukturo različnih oblik instrumentov pogojnega kapitala. Zaradi samega sprožilca in svoje pogojne spremembe oblike in funkcije so CoCo obveznice kar velik zalogaj z vidika vrednotenja. Ta izziv in predvsem postopek enega od pristopov k vrednotenju te vrste instrumentov opisuje četrto poglavje. V zadnjem, petem poglavju sem opisal dosedanjo aktivnost na trgu pogojnega kapitala in možnosti razvoja v prihodnje z vidika potencialnih investitorjev in izdajateljev.

1 SPREMEMBE V KAPITALSKI STRUKTURI BANK IN REGULATIVA

1.1 Struktura pasivne strani bančne bilance

Bančne naložbe oziroma sredstva, v katera investira bančna institucija (angl. *assets* – *A*), predstavljajo aktivno stran bilance banke. Le-ta je na drugi, pasivni strani financirana z dolgom (angl. *debt* – *D*) in kapitalom (angl. *equity* – *E*). Hipotetični model, v katerem odmislimo regulatorne institucije in intervencijo države, nam pove, da stečaj finančne institucije nastane, ko je $A < D$ oziroma vrednost sredstev banke manjša od dolga, s katerim so ta sredstva financirana. Glede na sestavo bilance lahko tudi sklepamo, da je kapital enak $A - D$, torej sredstva zmanjšana za dolg (Spiegeleer et al., 2011, str 16).

Vrednotenje dolga in sredstev banke je z vidika transparentnosti in prepoznavne pravilne vrednosti posameznih postavk bilance in računovodskih standardov, ki veljajo na tem področju, zelo pomembno. Vrednotenje naložb v tem primeru pomeni prepoznavo nerealiziranih dobičkov ali izgub, kar se odraža v izkazu poslovnega izida banke. Posledica tega je vpliv na postavko kapitala v bančni bilanci.

Vire za financiranje kreditnega portfelja ter ostalih naložb banka zagotavlja pretežno z depoziti, kratkoročnimi oziroma dolgoročnimi izdanimi vrednostnimi papirji in pa lastniškim kapitalom. Široka struktura pasive glede na vir financiranja in ročnost zagotavlja stabilno delovanje finančne institucije. V zadnjih letih ali drugače po zlomu ameriške banke Lehman Brothers je lastniški kapital postal ena najdražjih in pa tudi najbolj zaželenih kategorij v bančni pasivi, ki do neke mere zagotavlja absorpcijo izgub v primeru stresnih dogodkov. V obdobju finančne krize in nestabilnosti na finančnih trgih pa se je pokazalo, da je prav lastniški kapital v obliki navadnih in prednostnih delnic najbolj izpostavljena in tvegana kategorija bančne pasive, ki pravzaprav edina resno nosi posledice slabih odločitev na strani bančnih naložb. Lastnik kapitala je izpostavljen v celotni višini svojega vložka, v breme katerega se računovodsko gledano konec leta knjiži morebitna nastala izguba v banki. V zameno za sprejeto tveganje pa je kot lastnik upravičen do izplačila dividend. Le-te so odvisne od politike banke in se v obdobju, ko ima banka izgubo, navadno ne izplačujejo.

Obveznosti do virov sredstev oziroma pasivna stran bilance banke nam razkrije, od kod banka pridobiva finančne vire za svoje poslovanje in kakšna je njihova struktura. Na grobo rečeno obveznosti delimo na tri večje kategorije, in sicer depoziti, dolg in kapital. V tem vrstnem redu si navedene kategorije upnikov banke sledijo tudi v primeru poplačila zaradi stečaja banke. Depozite delimo glede na vrsto deponenta na depozite fizičnih ter pravnih oseb. Pomembno je, da ima banka zadostno mero depozitov vse ročnosti in na ta način karseda usklajeno trajanje aktivne in pasivne strani bilance. Glede dolga je potrebno ločiti

med nezavarovanim (angl. *Senior debt*) in pa podrejenim (angl. *Subordinated debt*) dolgom. Lastniki nezavarovanega dolga banke imajo prednost pred lastniki podrejenega dolga tako pri izplačilu kuponov za obresti kot tudi pri morebitnem poplačilu ob prenehanju poslovanja banke. Zaradi teh karakteristik je ob normalnih predpostavkah delovanja trga zahtevan donos na nezavarovan dolg nižji kot na podrejen dolg. Tveganje se odraža tudi v različnih kreditnih ocenah posameznih vrst dolga istega izdajatelja.

Med postavke na pasivni strani bilance banke je umeščen tudi delniški kapital. Po velikosti spada med manjše postavke na strani obveznosti do virov sredstev v bilanci, vendar za banko z več zornih kotov ena najpomembnejših. V primeru zaostrovanja poslovnega okolja, kjer banka posluje, bo prvi na udaru prav kapital, katerega naloga je absorpcija izgube. Banka pod nobenim pogojem ni dolžna vrniti kapitalskega vložka investitorju. Le-ta ga lahko vedno proda na organiziranem trgu kapitala. Nagrada oziroma kompenzacija, ki jo lahko prejmejo lastniki, so dividende. Diskrecijsko pravico odločanja o razdelitvi prostega dela dobička v obliki dividend ima skupščina delničarjev. Na tem mestu je potrebno razlikovati med navadnimi in prednostnimi delničarji. Lastniki prednostnih delnic prejema fiksne dividende, vendar pa te vrste delnice nimajo glasovalnih pravic. Rast bilančne vsote oziroma povečevanje tveganju prilagojene aktive zahteva tudi dodaten lastniški kapital. Le-ta omogoča rast poslovanja in doseganje regulatorno zahtevanih količnikov kapitalске ustreznosti. Podrobno o tej za nas še posebej zanimivi kategoriji v bančni bilanci pa v naslednjem poglavju (Spiegeleer et al., 2011, str 18).

1.2 Vrste kapitala

Funkcija bančnega kapitala naj bi med drugim bila tudi absorpcija izgub, ki izhajajo s strani slabo izpeljanih in zavarovanih kreditnih bančnih poslov in ostalih finančnih tveganj banke. Možnost same absorpcije v praksi pa je odvisna predvsem od nivoja podrejenosti finančnega instrumenta. Regulatorni kapital tako delimo na Tier I kapital in Tier II kapital. V prvovrstni oziroma tako imenovani Core Tier I kapital uvrščamo navadne in prednostne delnice ter zadržane dobičke prejšnjih let. Ta oblika kapitala omogoča absorpcijo izgub banke, ko je le-ta še v stanju poslovanja. Dodatni ali Tier II kapital pa omogoča absorpcijo izgube samo v primeru, ko banka zaradi izgube prvovrstnega kapitala in likvidnostnih ter solventnostnih težav že pristane v stečaju (Maes & Schoutens, 2012).

Prenovo baselskih kapitalskih standardov bomo podrobneje obravnavali v nadaljevanju. Na tem mestu pa bi se dotaknili le sprememb, ki se nanašajo na regulatorni kapital in njegove vrste. Tretja generacija kapitalskih standardov Basel III se med drugim osredotoča na funkcijo in uporabnost podrejenega kapitala oziroma tako imenovanih hibridnih instrumentov. Ti so po svoji karakteristiki veliko bolj podobni kapitalu kot dolgu.

V splošnem lahko delimo oziroma strukturiramo vrste kapitala po Baslu III na naslednji način:

- »**Core Tier I**« (CT1) **najkvalitetnejši kapital** sestavljajo navadne in nekatere prednostne delnice ter zadržani dobički preteklih let. Z uvedbo novih kapitalskih standardov Basel III morajo banke dosegati višje kapitalske zahteve, ki so izražene kot odstotek od tveganju prilagojene aktive bank. Po novem mora CT1 banke dosegati vsaj 4,5 odstotka le-te (Basel III Handbook, 2012).
- »**Additional Tier I**« (AT1) **dodatni temeljni kapital** predstavljajo večinoma hibridni instrumenti. Za zadostitev prenovljenih kapitalskih zahtev naj bi hibridni instrumenti kot delež v kapitalu predstavljali 1,5 oziroma največ 3,875 odstotka tveganju prilagojene aktive. Za instrumente dodatnega temeljnega kapitala, ki imajo končno zapadlost, Basel III zahteva možnost absorpcije izgube. Instrumenti pogojnega kapitala oziroma CoCo obveznice z visokim sprožilcem se uvrščajo v to kategorijo (Traversini, Havlicek, Lamonte, 2014).
- **Tier II (T2) dodatnega kapitala** po novi ureditvi kapitalskih standardov Basel III ne delimo več na hibridne instrumente dodatnega kapitala (angl. *Upper Tier II*) ter podrejen dolg (angl. *Lower Tier II*). Dodatni kapital ima po novem možnost absorpcije izgube že v času poslovanja banke (angl. *going concern*) in ne šele ob prenehanju poslovanja oziroma stečaju (angl. *gone concern*). Med drugim v to skupino uvrščamo tudi CoCo obveznice z nizkim sprožilcem (Basel III Handbook, 2012).

Kot navajata Maes in Schoutens (2012), je koncept regulatornega kapitala najbolj razočaral prav med finančno krizo v letih 2007 do 2010. Velikanske bančne izgube, ki smo jim bili priča tako v Evropi kot tudi v Ameriki, so še bolj poudarile razlike in funkcionalnosti Tier I in Tier II regulatornega kapitala v praksi. Instrumenti podrejenega dolga, ki so bili izdani na podlagi Basel II kapitalskih standardov, omogočajo absorpcijo izgube šele, ko banka pristane v stečaju oziroma preneha s poslovanjem. Prav zaradi tega dejstva so bile banke prisiljene izvesti dokapitalizacije in pridobiti nov najkvalitetnejši kapital (angl. *core Tier I ali CT1*). Le na ta način so lahko zadržale solventnost in kapitalsko ustreznost kljub temu, da so imele v bilancah nezanemarljiv del Tier II kapitala, ki pa v trenutni ureditvi ni omogočal absorpcije izgube. Glede na dokaj visoke poročane količnike Tier I kapitala v omenjenem obdobju so imele banke na voljo relativno malo najkvalitetnejšega Tier I kapitala. Le-ta dejansko omogoča absorpcijo izgube, saj je sestavljen iz delniškega kapitala in zadržanih dobičkov banke.

Hibridni finančni instrumenti, izdani na podlagi Basel II kapitalskih standardov, na nek način niso zagotovili dodatne kapitalske trdnosti finančnih institucij, saj niso bili zmožni nositi nikakršnih izgub, dokler te ne prenehajo s poslovanjem. Lastniki podrejenega dolga v večini primerov niso nosili visokih izgub oziroma so bile te zanemarljive v primerjavi z lastniki delniškega kapitala bank, katerega vrednost je strmo padla. Njihov lastniški delež

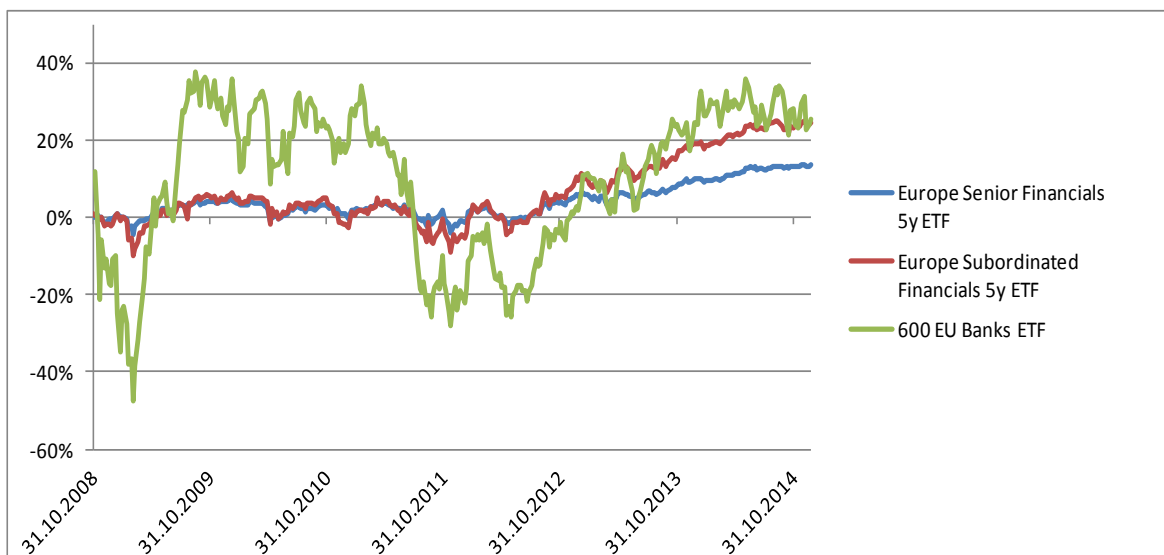
je bil na udaru tudi zaradi zaustavitve izplačevanja dividend in dokapitalizacij, zaradi katerih je cena kapitala oziroma delnic na borzi še dodatno padla (Welsh in Fried, 2011). Praktično edini vzvod, ki so ga imele banke ob izkazani izgubi konec leta pri obstoječih instrumentih hibridnega kapitala po Basel II, je bila možnost ustavitve izplačevanja kupona in ne odpoklic instrumenta na prvi možni datum odpoklica. Zaradi različnih razlogov, interesov in negativnega odziva vlagateljev nekatere banke niso posegle po možnosti neizplačila kupona, še manj pa se jih je odločilo za neodpoklic na prvi možen datum po nominalni vrednosti. Na ta način bi tudi lastniki hibridnega kapitala vsaj v manjšem delu participirali pri slabih rezultatih banke (Razboršek, 2011).

Najlažje tveganost posameznih vrst kapitala in dolga prikažemo s primerjavo gibanja dnevne spremembe cene na borzi v določenem časovnem obdobju. S pomočjo slike 1 spodaj primerjam gibanje delniškega kapitala, podrejenega dolga ročnosti do 5 let (angl. *Subordinated capital*) in pa nezavarovanega navadnega dolga bank ročnosti do 5 let (angl. *Senior Unsecured Financials*). Za čim bolj nazorno primerjavo so oblike kapitala in dolga predstavljene kot košarice finančnih instrumentov oziroma ETF⁴ (angl. *Exchange Traded Funds*) skladi. Graf prikazuje dnevno odstotno spremembo tečaja ETF na borzi v časovnem obdobju med 2009 in 2014. Za merjenje donosnosti delniškega kapitala sem izbral sklad, ki najbolj široko sledi bančnemu sektorju v Evropi, saj vključuje 600 bančnih institucij s področja celotne Evrope. Spremembo vrednosti nezavarovanega in podrejenega dolga pa primerjam s pomočjo skladov, ki zasledujejo povprečje 5-letnega zavarovanja kreditnega tveganja CDS⁵ (angl. *Credit Default Swap*) finančnih institucij za omenjene vrste dolga.

Slika 1: Sprememba vrednosti posameznih vrst kapitala glede na stopnjo podrejenosti v obdobju med 2009 in 2014

⁴ ETF so indeksni investicijski skladi. Gre za sklade, katerih premoženje je investirano v košaro vrednostnih papirjev podjetij, ki sestavljajo določen indeks, ali katerih drugih finančnih instrumentov s podobnimi karakteristikami. Z ETF se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.

⁵ CDS je finančni instrument, s katerim se je mogoče zavarovati proti kreditnemu tveganju. Kupec dolga (obveznice) se s plačilom določene letne premije zavaruje pred neizpolnitvijo poplačila dolga.



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, lastna obdelava.

Z grafa je razvidno, da so največje izgube na strani bančnih virov v obdobju finančne krize doletele prav lastnike delniškega kapitala. Le-ta ima, kot smo že zgoraj ugotovili, lastnost popolne absorpcije izgube, nastale med bančnim poslovanjem, saj delnice uvrščamo v razred najbolj kvalitetnega kapitala CT1. Delničarji bank so v obdobju največjega nezaupanja od jeseni leta 2008 do aprila leta 2009 v povprečju izgubili več kot 50 odstotkov vrednosti lastniškega kapitala. Za pošteno vrednost tega v vsakem trenutku lahko smatramo ceno, pri kateri omenjen kapital v obliki delnic kotira na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Medtem ko so lastniki kapitala v prvem tromesečju leta 2009 že konkretno občutili poslabšanje poslovanja in visoke izgube finančnih institucij, pa ni bilo na vidiku še nikakršne nevarnosti ne poplačila ali izgube dela glavnice za lastnike tako imenovanega hibridnega kapitala in podrejenega dolga, kaj šele za lastnike nezavarovanega dolga. Glede na gibanje ETF sklada, ki sledi podrejenemu dolgu finančnih institucij na osnovi spremembe CDS pribitkov, lahko z zgornjega grafa sklepamo, da so instrumenti hibridnega kapitala v omenjenem obdobju povprečno izgubili nekaj več kot 10 odstotkov svoje vrednosti. To je več kot instrumenti nezavarovanega dolga, vendar nekajkrat manj kot instrumenti lastniškega kapitala.

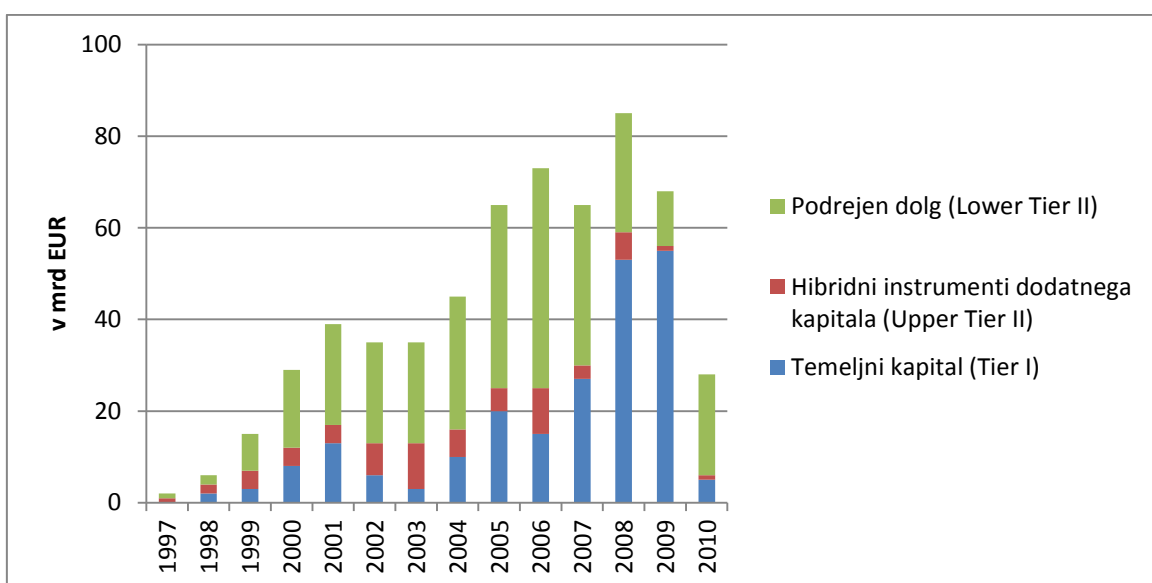
Z vidika regulatorja in izdajatelja predstavlja prav nezmožnost absorpcije izgube za instrumente hibridnega kapitala oziroma podrejenega dolga, medtem ko banka normalno posluje, največjo težavo pretekle ureditve Basel II kapitalskih standardov. Hibridni in podrejeni instrumenti, ki se po tej ureditvi uvrščajo v kapital, bi morali omogočati več prožnosti pri absorpciji izgube. Izdajatelj omenjenega kapitala ima diskrecijsko pravico zaustavitve izplačila kupona ob nekaterih vnaprej dogovorjenih pogojih, medtem ko odpis glavnice ali konverzija v delnice po dosedanji ureditvi nista mogoči, ob predpostavki »going concern« delujočega podjetja (Shang, 2013).

V obdobju finančne krize od leta 2009 naprej je bil trg hibridnih instrumentov v veliki meri nezanimiv za investitorje prav zaradi odlogov izplačila kuponov s strani bank, ki so bile nacionalizirane. Prav poddržavljanje sistemsko pomembnih bank v času poslovanja oziroma

v tako imenovani »going concern« fazi, ki drugače ne bi preživele finančne krize, je prineslo zahteve po ustavitvi izplačil kuponov lastnikom podrejenega dolga. Istočasno so vlade, ki so v veliki meri reševale banke z davkoplačevalskim denarjem, zahtevale tudi zamrznitev bonusov in ostalih nagrad vodilnim zaposlenim. Veliko evropskih bank se je v omenjenem obdobju odločilo tudi za predčasen odkup hibridnih instrumentov dodatnega kapitala (angl. *Upper Tier II*) oziroma podrejenih instrumentov, ki se uvrščajo v najkvalitetnejši kapital Tier I. Le-te je bilo mogoče odkupiti z visokim diskontom glede na nominalno vrednost. Na ta način so banke ustvarile visoke enkratne izredne prihodke in na ta način povečale svoj najkvalitetnejši kapital ter količnik kapitalske ustreznosti (Razboršek, 2011, Koziol et al. 2011).

Vse zgoraj omenjeno je v določeni meri tudi povod za drznejšo spremembo baselskih kapitalskih standardov, ki jih bom podrobneje razčlenil v naslednjem poglavju.

Slika 2: Izdaje kapitala vseh podrejenosti po Basel II od leta 1997 do 2010 v EU



Vir: Pazarbasioglu, Zhou, Le Lesle & Moore. *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*, 2011, str. 12.

2 REGULATORNA DEFINICIJA KAPITALA

2.1 Oblike kapitala, priznane v novi kapitalski ureditvi Basel III

Finančna kriza, ki smo ji bili v Evropi priča med leti 2008 in 2012, je nakazala na številne pomanjkljivosti in slabosti globalnega regulatornega okvira in prepoznave tveganj v bančnih institucijah. Decembra 2010 je baselski komite za bančni nadzor⁶ prvič objavil

⁶ angl. Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)

prenovljeno bančno regulativo Basel III⁷, katere primarni cilj je krepitev globalnih kapitalskih in likvidnostnih zahtev. Revidirana verzija dokumenta je bila objavljena v juniju 2011.

Konec junija 2013 sta bili objavljeni še direktiva 2013/36/EU oziroma tako imenovana CRD IV in uredba EU številka 575/2013, bolj znana kot CRR. Ta dva akta v EU bančno zakonodajo prenašata vsebino Basla III, hkrati pa pomenita pomemben korak k uveljavitvi enotnega pravilnika (angl. *Single Rule Book*) na področju bančništva. Oba akta sta derivat Basel III kapitalskih in likvidnostnih zahtev z namenom implementacije v državah EU. Pri CRR uredbi gre za direktno veljavnost v državah članicah in ne potrebuje sprejemanja oziroma spreminjanja lokalne zakonodaje na zadevnem področju.

Uvedba nove definicije kapitala služi predvsem potrebi po dvigu kvalitete in transparentnosti posameznih vrst kapitala v bančni bilanci. Kot je pokazala nedavna finančna kriza, so se izgube in odpisi kapitala pri delujočih bankah (angl. *going concern*) vršili v glavnem v breme zadržanih dobičkov in delniškega kapitala (Core Tier I – CT1), ki predstavlja najbolj oprijemljivo obliko kapitala. To je tudi razlog, da Basel III tako imenovani temeljni kapital uvršča med prevladujoče oblike kapitala (Welsh in Fried, 2011).

Zahtevne razmere na finančnih trgih z vidika kapitalske ustreznosti, likvidnosti in medsebojnega zaupanja bančnih institucij v obdobju po propadu investicijske banke Lehman Brothers leta 2008 so v težko situacijo pripeljale kar nekaj velikih evropskih bančnih skupin. Kot se je izkazalo v praksi, veliko bank v tem obdobju ni imelo dovolj kapitala za tako hude likvidnostne in kapitalske šoke. V veliko primerih je bil previsok delež kapitala slabe kvalitete (Tier II oziroma Tier III kapital) nezmožen absorbirati tekoče izgube banke. Omenjeni izzivi kapitalske regulative in potreba po višjem količniku temeljnega kapitala, s katerim je banka sposobna absorbirati izgubo, so bili povod za prevetritev in nadgradnjo baselskih standardov. Glavni poudarki sprememb kapitalske regulative so naštetih spodaj (Shang, 2013):

- dvig kvalitete in količine temeljnega kapitala Tier I,
- poenostavitev in zmanjšanje deleža instrumentov dodatnega kapitala Tier II,
- ukinitvev Tier III dodatnega kapitala,
- strožja merila za primernost novih oblik kapitala po Basel III,
- uskladitev regulatornih zahtev,
- predstavitev novega sistema kapitalskih zahtev po rangu podrejenosti.

Najširše lahko nove oblike kapitala, ki jih uvajajo Basel III standardi, razdelimo na dva dela. Gre za vrsto kapitala, ki je sposobna absorbirati izgubo banke takoj oziroma v času

⁷ Basel III: A Global regulatory framework for more resilient banks and banking systems

njenega delovanja, ali gre za kapital, s katerim se pokriva tudi del izgube v primeru stečaja ali likvidacije.

»Going concern« kapital

Tier I temeljni kapital, ki ima možnost direktne absorpcije izgube že v času poslovanja in pomaga preprečiti nesolventnost banke. Ta vrsta kapitala v prvi vrsti vključuje delniški kapital in zadržane dobičke. Po novi ureditvi mora biti v strukturi kapitala ta vrsta prevladujoča in dosegati najmanj 4,5 odstotka tveganju prilagojene aktive banke (angl. *Risk weighted assets – RWA*). Basel III predpisuje še dodatni Tier I kapital v višini najmanj 1,5 odstotka RWA. Ta vključuje prednostne delnice in pogojni kapital z visokim sprožilcem (Pitt, Hindlian, Lawson & Himmelberg, 2011).

»Gone concern« kapital

Tier II dodatni kapital, ki ga sestavljajo ostali instrumenti podrejenega dolga in pogojni kapital z nizkim sprožilcem. Instrumenti te vrste podrejenosti pomagajo zagotoviti, da bodo deponenti banke in nezavarovani lastniki obveznic poplačani v primeru stečaja banke. S tako obliko nove kapitalске ureditve skušamo preprečiti udeležbo davkoplačevalcev v reševanju bank in nacionalizacijo izgub bančnega sistema. Pomembnost kapitala nižje stopnje podrejenosti se z Baslom III zmanjšuje, saj znaša zahteva le 2 odstotka tveganju prilagojene aktive (Pitt et al., 2011).

Novi kapitalški standardi uvajajo tudi tako imenovane kapitalске blažilce. Kot navaja Evropska komisija (European Commission MEMO, 2013), je njihov namen predvsem vzdrževanje rezerve temeljnega kapitala, ki ima sposobnost absorpcije izgub in se lahko uporabi za nadomestitev kapitala v času finančne in gospodarske krize ali katerih drugih nepredvidenih dogodkov. Gre za rezervo temeljnega kapitala (angl. *Capital Conservation Buffer*) in proticiklično rezervo (angl. *Counter-Cyclical Buffer*). Za pomembne sistemske institucije regulator predvideva tudi uvedbo dodatne kapitalске zahteve za globalno pomembne sistemske institucije (angl. *Global systemically important financial institutions - SIFI*). V nadaljevanju sledi podroben opis posameznih kapitalških blažilcev:

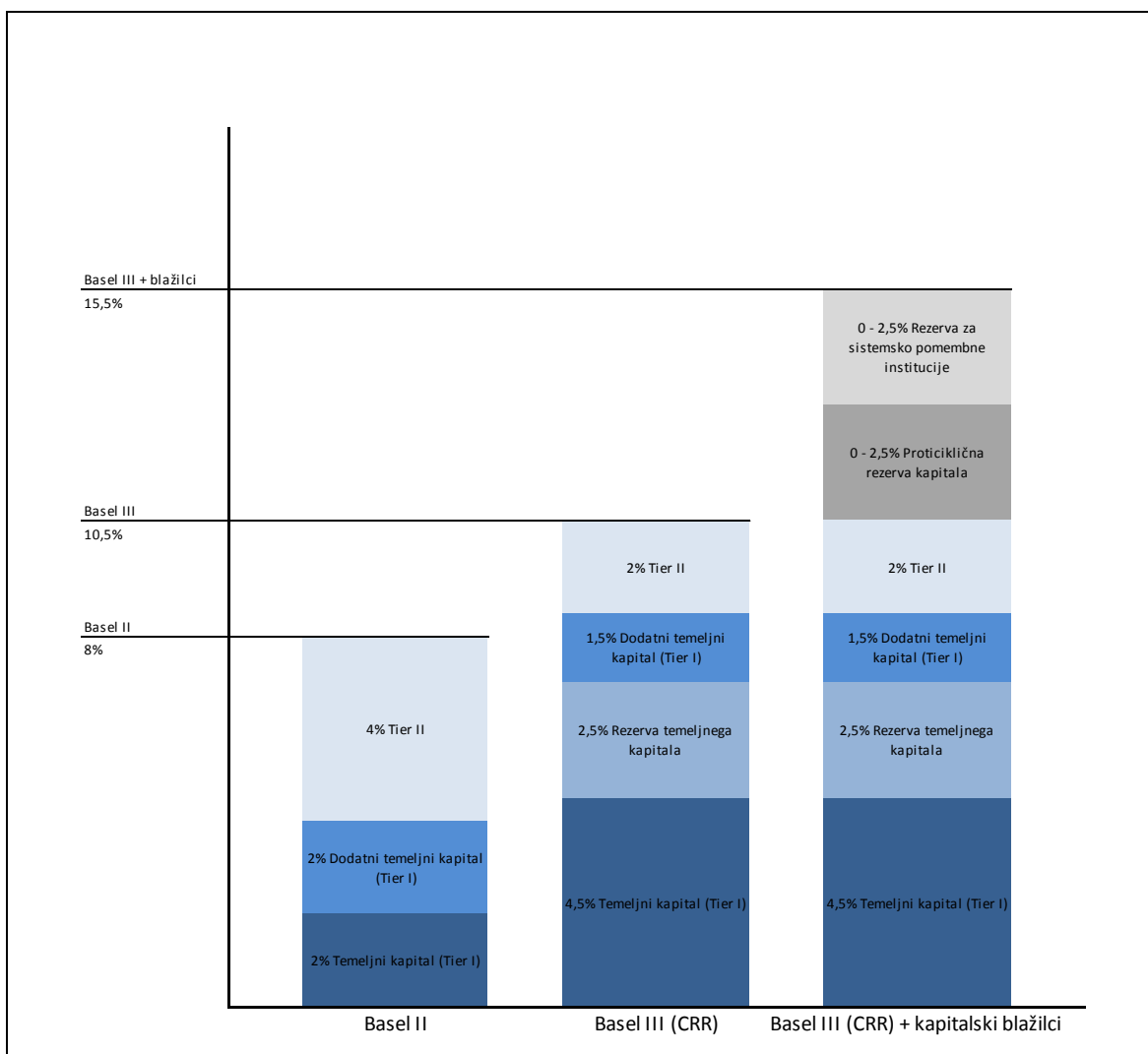
»Capital Conservation Buffer« oziroma rezerva temeljnega kapitala je blažilec, ki naj bi ga banka ustvarila v obdobju gospodarske rasti in ekspanzije. Služil naj bi kot dodatni absorbator izgube v obdobjih, ko bi banka utrpela odpise. Banke naj bi zagotovile 2,5 odstotka najkvalitetnejšega kapitala, ki bi služil kot rezerva nad regulatornim minimumom. Glede na trenutno časovnico uvedbe nove regulative naj bi kapitalški blažilci v praksi zaživel s pričetkom leta 2019 (Basel III Handbook, 2012).

»Counter-Cyclical Buffer« ali proticiklična rezerva deluje podobno kot rezerva temeljnega kapitala. Z njeno pomočjo naj bi zmanjševali vpliv makro finančnega okolja, v katerem banke delujejo na kapital. Gre za kapitalški blažilec, ki bo v pristojnosti nacionalnega regulatorja in bo vezan na poviševanje sistemskega tveganja v obdobjih

presežne rasti kreditov. Določal se bo v razponu med 0 in 2,5 odstotka tveganju prilagojene aktive banke (Basel III Handbook, 2012).

»**Systematically important financial institutions – SIFI Buffer**« ali dodatna kapitalska zahteva za globalno sistemsko pomembne finančne institucije. Metodologija, po kateri se določa, katere finančne institucije morajo izpolnjevati navedeno dodatno kapitalsko zahtevo, je v domeni direktive CRD IV. Kapitalski blažilec se bo določal v razponu med 0 in 2,5 odstotka tveganju prilagojene aktive banke. Direktiva CRD IV vsebuje in dovoljuje tudi možnost za določitev ostalih sistemsko pomembnih institucij v posamezni državi članici EU, ki bodo morale izpolnjevati dodatno kapitalsko zahtevo v višini med 0 in 2 odstotkoma tveganju prilagojene aktive. Gre za institucije, ki jih ni mogoče uvrščati med globalno sistemsko pomembne, so pa sistemsko pomembne za lokalno gospodarstvo in državo članico (Herring & Calomiris, 2012).

Slika 3: Primerjava kapitalskih zahtev po Basel II in Basel III

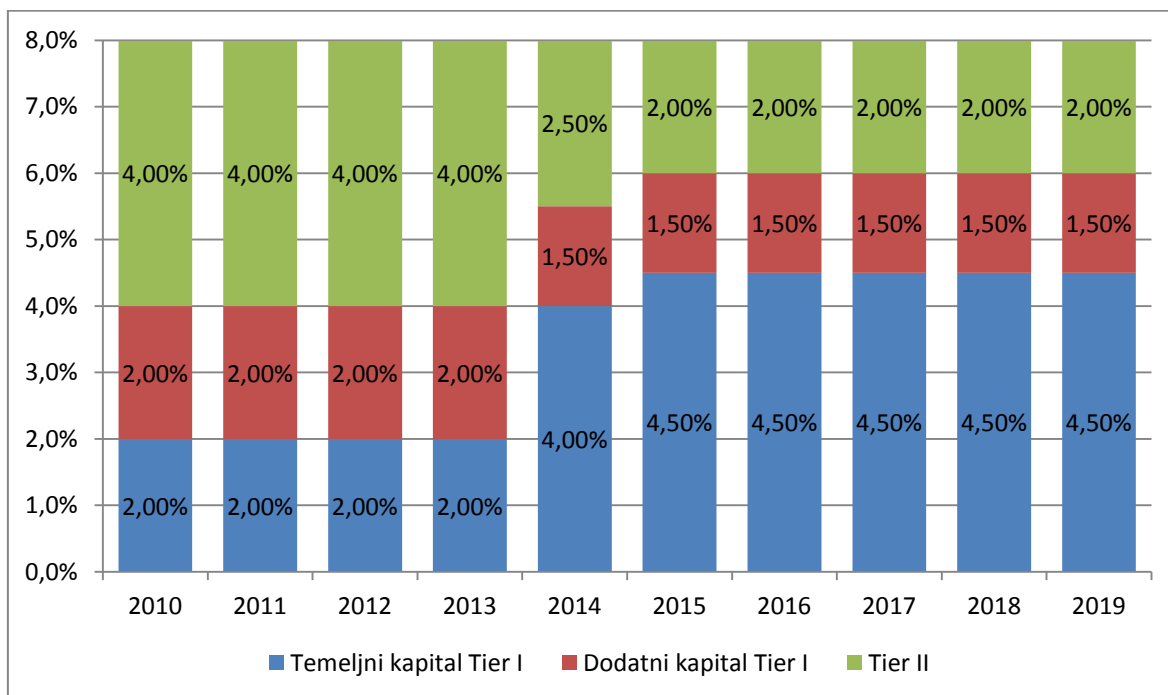


Vir: Pazarbasioglu et al., *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*, 2011, str. 17.

Nova baselska kapitalska regulativa daje močan poudarek zvišanju temeljnega Tier I kapitala. Gre za najkvalitetnejšo obliko kapitala z najvišjo stopnjo absorpcije izgube v primeru kapitalskega primanjkljaja. Zahtevana raven te vrste kapitala se tako zvišuje z 2 odstotkov na 4,5 odstotke tveganju prilagojene aktive. Kot je razvidno iz zgornje slike 3, je bilo potrebno pri regulativi Basel II zagotoviti le 2 odstotka prvovrstnega temeljnega kapitala, kamor štejemo delnice in zadržane dobičke banke. Ostala 2 odstotka je lahko predstavljal dodatni Tier I kapital. Leta 2019 bo uredba CRR veljala v celoti in brez prehodnih določb. Takrat bo lahko le eno četrtno oziroma 1,5 od 6 odstotkov celotnega Tier I kapitala predstavljal dodatni temeljni kapital. Strukturo le-tega bom podrobno predstavil v nadaljevanju, hiter pregled in razdelitev pa ponuja spodnja slika 4. Basel II je posvečal precejšen poudarek tudi Tier II kapitalu, ki je predstavljal polovico vsega kapitala oziroma enak delež kot Tier I. Prenovljeni kapitalski standardi namenjajo veliko manj pozornosti Tier II kapitalu. Nova ureditev zahteva le še 2 odstotka te vrste kapitala v celotni kapitalski strukturi banke. Razlog je predvsem v nezmožnosti absorpcije tega kapitala v delujočem stanju banke (angl. *going concern*), kar se je lepo pokazalo ob

kapitalski podhranjenosti nekaterih velikih svetovnih in evropskih bank, ki so jih države in davkoplačevalci reševali v preteklih letih. Ta primerjava kapitalskih sprememb nam jasno kaže, kako močan fokus v novi ureditvi predstavlja temeljni Tier I kapital. Dodatno se s prehodom na novo regulativo ukinjata tudi podvrsti Tier II kapitala (angl. *Upper Tier II in Lower Tier II*).

Slika 4: Minimalne kapitalske zahteve po CRD IV in CRR



Vir: P. Onofrej, *Managing the regulatory transition CRR/CRD IV*, Raiffeisen Research, 2013, str. 4.

2.2 Vrste kapitala, primerne po CRD IV in CRR, glede na rang podrejenosti

Kot je bilo že večkrat omenjeno, regulatorni kapital delimo na Tier I in Tier II kapital. V nadaljevanju bom podrobneje opisal kvalitativne zahteve, ki so potrebne za doseganje primernosti posamezne vrste kapitala glede na rang podrejenosti.

2.2.1 Temeljni Tier I kapital (CET1)⁸

Temeljni kapital predstavlja najkvalitetnejšo obliko kapitala, ki postaja z novo regulativo tudi najbolj pomemben in največji del strukture kapitala banke (Onofrej, 2013).

Kvalitativne zahteve za navadni lastniški kapital⁹:

- izdan neposredno s strani bančne institucije,

⁸ Common Equity Tier I (CET1)

⁹ Povzeto po: Onofrej, 2013, str. 7–11

- vplačan in ga sama institucija ne financira,
- v skladu z mednarodnimi računovodskimi standardi in nacionalno zakonodajo o insolventnosti razvrščen kot lastniški kapital,
- razkrit v bilanci stanja banke,
- stalen (angl. *Perpetual*),
- glavnice instrumenta (delnice) ni potrebno odplačati, razen v primeru likvidacije ali zmanjšanja kapitala. Zahtevana je odobritev nadzornega organa,
- takojšnja absorpcija največjega deleža izgub,
- uvrstitev za drugimi instrumenti oziroma višji rang podrejenosti,
- brez jamstva ali poroštev.

2.2.2 Dodatni temeljni Tier I kapital (AT1)¹⁰

Dodatni temeljni kapital predstavljajo večinoma hibridni instrumenti. Za instrumente, ki imajo končno zapadlost, Basel III zahteva možnost absorpcije izgube. Instrumenti pogojnega kapitala oziroma CoCo obveznice z visokim sprožilcem se uvrščajo v to kategorijo (Traversini et al., 2014, str. 2).

Kvalitativne zahteve za dodatni temeljni kapital:

- izdan in vplačan,
- nakup ni financiran s strani iste finančne institucije,
- brez jamstva ali poroštev,
- stalen in brez spodbud za izplačilo,
- opcije, ki jih vključuje, so izvršljive po lastni presoji izdajatelja,
- pogojno plačljiv, odkupljen najpozneje 5 let po izdaji,
- nadomestljiv, če pristojni organ to dovoli,
- uvrstitev za instrumenti dodatnega kapitala Tier II v primeru plačilne nesposobnosti,
- instrument se odpiše ali pretvori v lastniški kapital, ko se pojavi sprožilni dogodek. Leta nastopi, ko temeljni kapital (CET1) institucije pade pod 5,125 % (banka lahko določi višjo raven in več različnih sprožilcev).

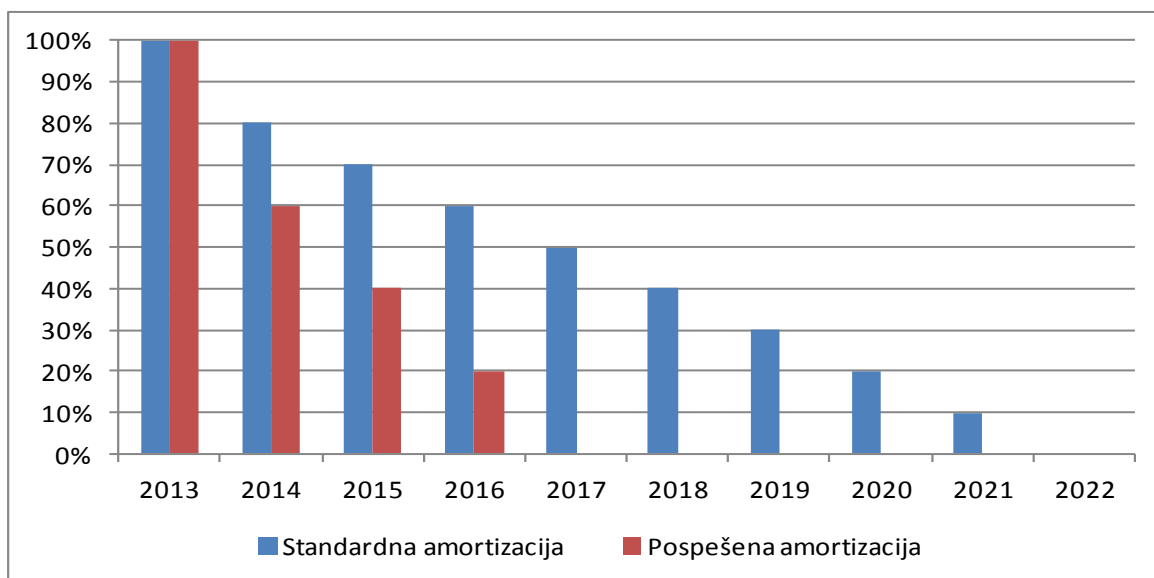
V prehodnem obdobju je potrebno urediti tudi status instrumentov dodatnega temeljnega kapitala (AT1), izdanih v skladu z Basel II kapitalskimi standardi. Ti ne izpolnjujejo več zahtev, določenih v direktivi CRD IV in uredbi CRR. Ob upoštevanju določil CRD IV/CRR in priporočil EBA¹¹, povzeto po Onofrej (2013), se naslednje točke nanašajo na obravnavo tovrstnih instrumentov:

¹⁰ Additional Tier I (AT1)

¹¹ EBA – European Banking Authority

- dodatni temeljni kapital (AT1) brez naraščajoče stopnje (angl. *step-up*) se amortizira po standardnem razporedu uporabe predhodnih pravil CRR. Do konca leta 2014 se amortizira 60 do 80 odstotkov in nato 10 odstotkov vsako nadaljnje leto. Vso kapitalsko vrednost instrumenti te vrste izgubijo najkasneje do leta 2022. Regulator lahko v določenih primerih pospeši postopek amortizacije, kar pomeni, da je ta končana že do leta 2017. Postopek standardne in pospešene amortizacije je orisan spodaj s pomočjo slike 5,
- nevpoklican naraščajoči dodatni temeljni kapital (AT1) (angl. *Non-called step-up AT1*) s povečanjem (angl. *step-up*) pred 31. decembrom 2011 se amortizira po standardnem razporedu, kot prikazuje slika spodaj,
- nevpoklican naraščajoči dodatni temeljni kapital (AT1) s povečanjem med 31. decembrom 2011 in 1. januarjem 2013 se ne šteje kot dodatni temeljni kapital (AT1). V primeru, da so v celoti izpolnjeni pogoji, se lahko šteje v dodatni kapital Tier II,
- nevpoklican naraščajoči dodatni temeljni kapital (AT1) s povečanjem na ali po 1. januarju 2013 se po datumu prvega možnega odpoklica ne šteje kot dodatni temeljni kapital. V primeru, da so izpolnjeni pogoji, se lahko šteje v dodatni kapital Tier II. Uporabi se amortizacija po standardnem postopku, kot prikazuje slika spodaj.

Slika 5: Amortizacija instrumentov dodatnega kapitala, izdanih po Basel II



Vir: P. Onofrej, *Managing the regulatory transition CRR/CRD IV*, Raiffeisen Research, 2013, str. 9.

2.2.3 Tier II kapital

Po novi ureditvi kapitalskih standardov Basel III Tier II kapitala ne delimo več na hibridne instrumente dodatnega kapitala (angl. *Upper Tier II*) ter podrejen dolg (angl. *Lower Tier II*). Tako imenovan dodatni oziroma Tier II kapital ima po novem možnost absorpcije izgube v nekaterih primerih že v času poslovanja banke (angl. *going concern*) in ne šele ob prenehanju poslovanja oziroma stečaju (angl. *gone concern*) (Merc, 2012). Kot navajajo

Nicolaides et al. (2012), v to skupino uvrščamo tudi CoCo obveznice z nizkim sprožilcem in naslednjimi kvalitativnimi zahtevami:

Kvalitativne zahteve za dodatni kapital:

- izdan in vplačan,
- nakup ni financiran s strani iste finančne institucije,
- brez jamstva,
- zapadlost najpozneje 5 let po izdaji,
- pogojno plačljiv, odkupljen najpozneje 5 let po izdaji,
- nadomestljiv, če pristojni organ to dovoli,
- podrejen terjatvam vseh nepodrejenih upnikov.

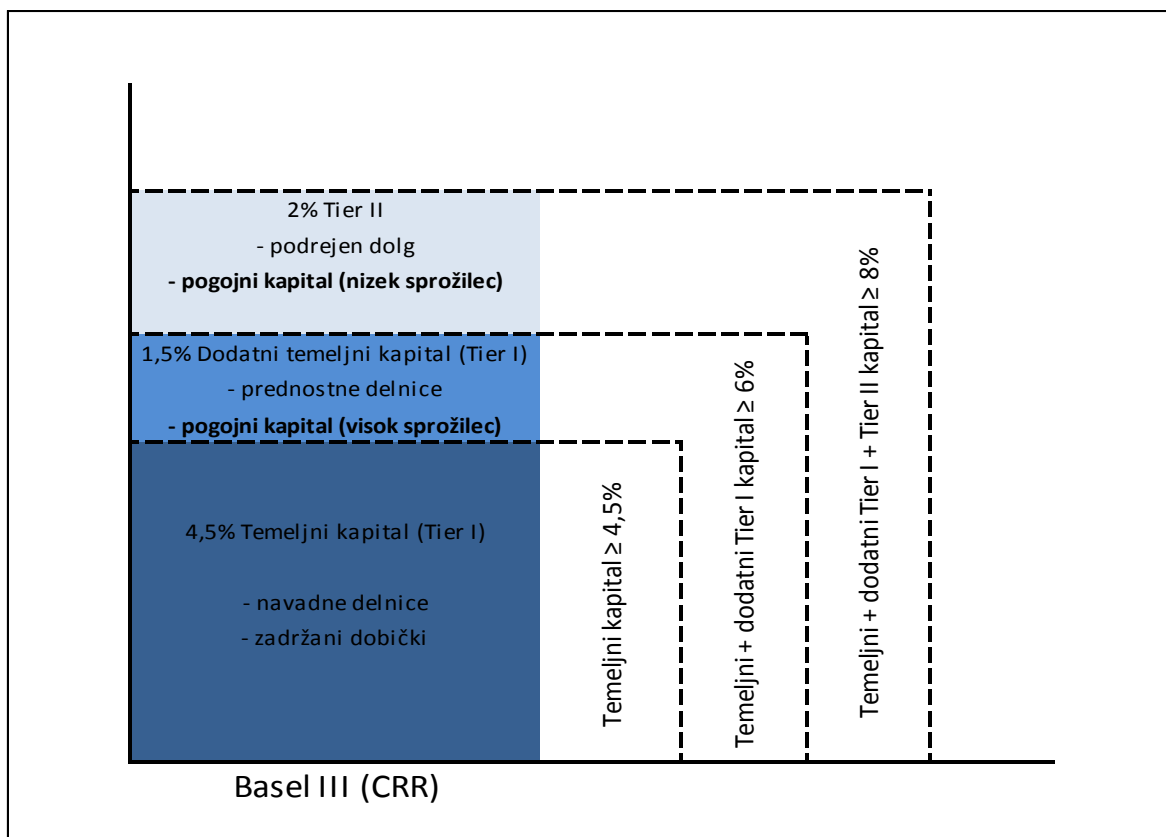
Kot navaja Onofrej (2013), se za instrumente dodatnega kapitala Tier II štejejo tisti, ki so izdani po novi kapitalski ureditvi, če so izpolnjeni zgoraj navedeni pogoji.

Ob upoštevanju določil CRD IV/CRR in priporočil EBA se naslednje točke nanašajo na obravnavo instrumentov dodatnega kapitala Tier II, izdanih v skladu s prejšnjo zakonodajo. Te vrste instrumenti ne izpolnjujejo več zahtev, določenih z novimi predpisi za dodatni kapital:

- nevpoklican naraščajoči dodatni kapital (T2) s povečanjem »step-up« pred 31. decembrom 2011 se amortizira po standardnem razporedu uporabe pravil CRR (slika 5),
- nevpoklican naraščajoči dodatni kapital (T2) s povečanjem »step-up« med 31. decembrom 2011 in 1. januarjem 2013 se ne šteje kot dodatni kapital,
- nevpoklican naraščajoči dodatni kapital (T2) s povečanjem na ali po 31. decembru 2011 se prav tako amortizira po standardnem razporedu pravil CRR. Po datumu povečanja se ne šteje kot dodatni kapital.

Trenutni bančni trend na področju regulative gre v smeri višjih zahtevanih kapitalskih deležev in poviševanja kakovosti kapitala. Predvsem zaradi strožjih zahtev za izračun skupne izpostavljenosti tveganjem se bodo banke v prihodnje še bolj nagibale k izdajanju regulatorno primernih instrumentov temeljnega kapitala.

Slika 6: Umestitev pogojnega (CoCo) kapitala v Basel III kapitalskih zahtevah



Vir: Avdjiev, Kartasheva & Bogdanova. CoCos: a primer. Basel: BIS Quarterly Review, 2013, str 47.

2.3 Razlika med EU in švicarsko ureditvijo

Prve ideje in najbolj napredni predlogi glede uvedbe in strukturiranja pogojnega kapitala so se pojavili prav v Švici. Natančneje so bili predstavljeni s strani ekspertne skupine švicarske agencije za nadzor finančnih trgov (FINMA¹²) in pa centralne banke (SNB¹³). Tako kot v drugih evropskih državah je tudi v Švici cilj nove regulative preprečiti uporabo davkoplačevalskega denarja pri dokapitalizaciji bank. Izziv predstavlja dejstvo, da znaša bilančna vsota dveh največjih in sistemsko pomembnih bank UBS in Credit Suisse več kot šestkratnik bruto domačega proizvoda Švice. To v praksi pomeni, da država sama po sebi ni sposobna dokapitalizirati oziroma nacionalizirati bančnega sistema v primeru hude finančne krize. Primerjalno lahko navedemo, da znaša bilančna vsota ameriških komercialnih bank okoli 70 odstotkov državnega BDP (Rochet, 2014).

¹² FINMA – Swiss Financial Market Supervisory Authority

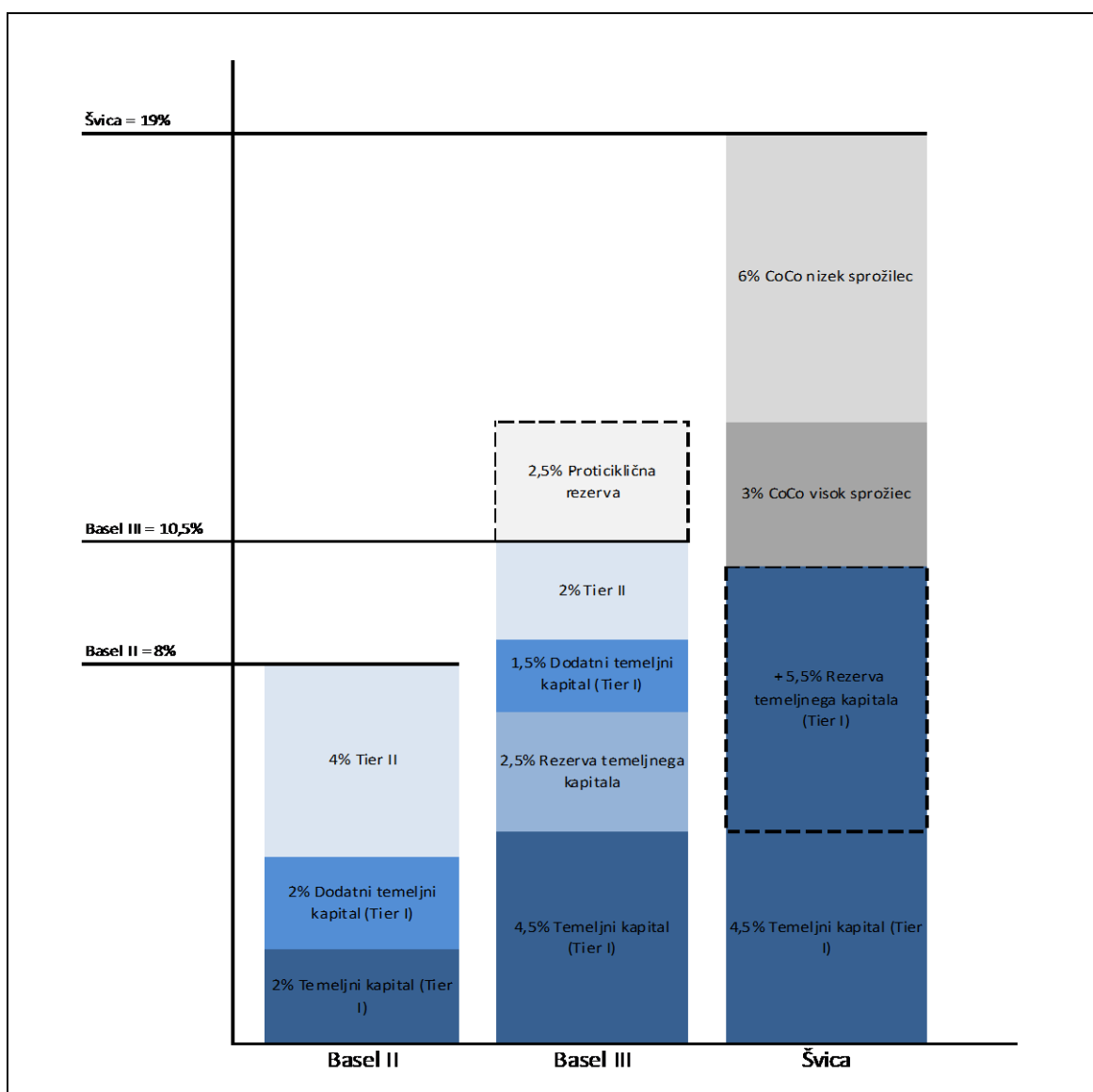
¹³ SNB – Swiss National Bank

Med razmahom finančne krize leta 2008 je imela Švica veliko razlogov za skrb. Jedro bančnega sistema države predstavljata dve globalno sistemsko pomembni banki z nepredstavljivo velikimi bilančnimi vsotami, kjer je bilo zelo težko oceniti, kolikšen odstotek predstavljajo slabe naložbe. Jasno pa je bilo, da bi bili v primeru kolapsa finančnega sistema bančni velikanki UBS in Credit Suisse prevelik zalogaj za majhno Švico. Odliv kapitala iz države bi ustvaril velik pritisk na vrednost švicarskega franka, kar pa bi izrazito negativno vplivalo na gospodarstvo in konkurenčnost (Drose, 2013).

Na srečo se črn scenarij ni uresničil. Švica v letu 2015 uspešno kljubuje nizki gospodarski rasti znotraj EU. Frank je ena najmočnejših valut na svetu, kar se je izkazalo tudi januarja 2015, ko je SNB prenehala intervenirati proti višanju vrednosti valute in jo prosto prepustila trgu. UBS in Credit Suisse se že dolgo uvrščata med najbolj kapitalsko trdne in likvidne banke na svetu. Priliv kapitala v državo je izredno visok, zato je centralna banka že jeseni 2014 znižala temeljno obrestno mero v negativno območje na $-0,25$ odstotka in jo januarja letos še dodatno znižala na $-0,75$ odstotka.

Kot ugotavljajo Lanz et al. (2012), je zaradi preprečitve ponovne nestabilnosti švicarskega bančnega sistema in varstva varčevalcev švicarski parlament konec leta 2008 sprejel zakonodajo, ki zmanjšuje sistemsko tveganje in uvaja dodatne kapitalne in likvidnostne zahteve za sistemsko pomembni banki UBS in Credit Suisse. Minimalna kapitalna zahteva ob popolni implementaciji Basel III znaša 10,5 odstotka. Švicarska ureditev s postopnim prehodnim obdobjem do leta 2018 pa za sistemsko pomembne banke zahteva kar 19 odstotkov kapitala glede na tveganju prilagojeno aktivo. Od tega mora minimalno 10 odstotkov predstavljati najkvalitetnejši kapital. Preostalih 9 odstotkov pa skupaj sestavljajo dodatni temeljni kapital v višini 3 odstotke in dodatni kapital v višini 6 odstotkov. Med instrumente dodatnega temeljnega kapitala se po švicarski ureditvi šteje pogojni kapital z visokim sprožilcem pri 7 odstotkih tveganju prilagojene aktive. Dodatni tako imenovani Tier II kapital pa sestavljajo instrumenti pogojnega kapitala z nizkim sprožilcem pri najmanj 5 odstotkih tveganju prilagojene aktive. Kot navaja Drose (2013), so instrumenti z visokim sprožilcem namenjeni direktni absorpciji izgube že v času poslovanja »*going concern*« in pomagajo preprečiti nesolventnost banke. Tier II kapital pa sestavljajo instrumenti z nizkim sprožilcem. Instrumenti te vrste podrejenosti pomagajo zagotoviti, da bodo deponenti banke in nezavarovani lastniki obveznic poplačani v primeru stečaja banke »*gone concern*«.

Slika 7: Primerjava kapitalskih zahtev Basel II, Basel III in švicarske regulative



Vir: J. C. Rochet, *The Extra Cost of Swiss Banking Regulation*, 2014, str. 9.

Švicarska bančna velikanka Credit Suisse je bila ena prvih aktivnih bank na segmentu CoCo obveznic. Februarja leta 2011 je oznanila dogovor s strateškimi investitorji, ki predvideva izdajo 6 milijard EUR pogojnega kapitala z oznako BCN¹⁴. Namen te transakcije je bil nadomestiti enako vrednost Tier I, katerih prvi datum odpoklica je bil oktobra 2013. Kuponska obrestna mera ob izdaji je bila določena pri 9 za CHF in pa 9,5 odstotka za izdajo v USD. Credit Suisse velja za enega od pionirjev izdaje podrejenega dolga, ki ustreza kriterijem Basel III. Tu uporabljena metodologija določanja kreditnega pribitka CoCo glede na nezavarovan dolg je bila prav gotovo v pomoč pri vrednotenju in določanju kupona ostalih novih izdaj kasneje. Gre za instrument z računovodskim in regulatornim sprožilcem. Konverzija v kapital nastopi v primeru, da nivo najkvalitetnejšega kapitala (angl. *Core Tier I*) pade pod 7 odstotkov. Po švicarski kapitalski

¹⁴ BCN – Buffer Capital Notes

regulativi to pomeni 300 bazičnih točk pod minimalno kapitalsko zahtevo za najkvalitetnejši kapital, ki znaša 10 odstotkov. (Lee, 2011) Ostale podrobnosti so navedene v tabeli spodaj.

Tabela 1: Značilnosti instrumentov pogojnega kapitala izdajatelja Credit Suisse leta 2011

Izdajatelj	Credit Suisse	Credit Suisse
Velikost izdaje	3,5 milijarde USD in 2,5 milijarde CHF	2 milijardi CHF
Tip izdaje	Zamenjava	Nova izdaja
Datum izdaje	14. 2. 2011	17. 2. 2011
Stopnja podrejenosti	Tier I	Tier II
Zapadlost	brez zapadlosti	30 let z možnostjo odpoklica po 5 letih
Kupon	9,5 % za USD in 9 % za CHF izdajo	7,875 %
Sprožilec	Konverzija v vnaprej določeno število navadnih delnic	Konverzija v vnaprej določeno število navadnih delnic
Cena ob konverziji	Max 20 USD in 20 CHF	Max 20 USD in 20 CHF
Vrsta sprožilca	Računovodski in regulatorni sprožilec	Računovodski in regulatorni sprožilec

Vir: Podatkovna baza Bloomberg, lastna obdelava.

2.4 Uporaba pogojnega kapitala na primeru bančne institucije

V praksi obstaja več vrst sprožilcev pogojnega kapitala, ki jih bomo podrobneje spoznali in predstavili v nadaljevanju. Gre za signal, ki sproži pogojni dogodek konverzije ali odpisa dela glavnice pogojnega kapitala. Pri hipotetičnem prikazu uporabe nekaterih vrst pogojnega kapitala v praksi bomo uporabili predpostavko, da gre za instrument z računovodskim sprožilcem, katerega glavno merilo je nivo temeljnega kapitala CT1. Kot pojasnjuje baselski komite v (Basel III - Definition of capital, 2011), je količnik temeljnega kapitala razmerje med temeljnim kapitalom in tveganju prilagojeno aktivo banke. Gre za kazalnik, ki se izračunava na podlagi temeljnih računovodskih listin v podjetju in je revidiran s strani zunanje revizijske hiše. Pomembno je poudariti, da omenjenega količnika ne izračunavamo in objavljamo na dnevnem nivoju. Javno je objavljen največ kvartalno ali polletno oziroma ob izdaji revidiranih finančnih izkazov.

Na primeru prikaza zaporedja dogodkov, ki so botrovali propadu ameriške investicijske banke Bear Stearns, bom poskušal prikazati nekatere pomanjkljivosti uporabe ene izmed najbolj razširjenih oblik sprožilca pri pogojnem kapitalu. Kolaps banke Bear Stearns dokazuje, kako hitro se lahko slabša posojilni portfelj banke in kako malo je potrebno, da investitorji začnejo umikati svoj kapital in vire financiranja. V nekaterih primerih gre za

vprašanje dni in tednov, kar pa pri računovodski obliki CoCo sprožilca lahko predstavlja kar precejšen izziv.

Banka Bear Stearns s sedežem v New Yorku je bila do leta 2007 ena največjih investicijskih bank na svetu s 85-letno tradicijo. Za stranke je opravljala vse vrste investicijskih storitev. Glavni fokus poslovanja (80 %) je predstavljal aktivnost na finančnih trgih, in sicer trgovanje z obveznicami, delnicami ter ostale aktivnosti investicijskega bančništva. Banka se je ukvarjala tudi s storitvami privatnega bančništva ter globalnih skrbniških storitev. Pred finančnim zlomom je banka zaposlovala 15.000 ljudi. Bili so eni izmed pionirjev sekuritizacije drugorazrednih hipotekarnih posojil (Thomas, 2013).

Bilanca stanja konec leta 2007 je izkazovala 395 milijard USD sredstev. Kapital banke je znašal 11,1 milijard USD, kar predstavlja finančni vzvod 36 proti 1. Šlo je za eno izmed bank z najvišjim kapitalskim vzvodom oziroma z najmanj kapitala glede na velikost bilance banke. Višja naklonjenost k tveganjem in relativno malo razpoložljivega kapitala se je odrazilo v višji stopnji donosa na kapital (ROE) glede na konkurenco. To je bilo zaželeno predvsem z vidika lastnikov, vendar pa se je kmalu pokazalo, kako zelo nevaren je lahko prevelik finančni vzvod v kombinaciji s previsoko vrednotenim in v večjem delu nelikvidnim naložbenim portfeljem banke (Ryback, b.l.).

Postavljal sem si hipotezo, da je imel Bear Stearns že v letu 2007 na strani obveznosti do virov sredstev poleg ostalih virov tudi instrumente pogojnega kapitala. Hipotetično predpostavim, da so bile CoCo obveznice strukturirane tako z računovodskim kot tržnim sprožilcem. V nadaljevanju bom, povzeto po (Ryback, b.l. in Deventer, 2011), opisal sosledje dogodkov, ki so pripeljali v propad nekdanje ene največjih investicijskih bank. Časovnico bom uporabil za ponazoritev vpliva in efekta sprožitve različnih vrst instrumentov pogojnega kapitala na poslovanje podjetja. Ali bi lahko s temi instrumenti preprečili finančni zlom banke Bear Stearns? Ali bi lahko na ta način obvarovali davkoplachevalce pred nacionaliziranjem izgub bančnega sistema, ko gre za sistemsko pomembne finančne institucije?

Slika 8: Zaporedje pomembnejših dogodkov v poslovanju banke Bear Stearns v letih 2007/08



Vir: D. Deventer, *Case Studies in Liquidity risk JP Morgan Chase, Bear Stearns and Washington Mutual*, 2011, str. 2–3.

- **Januar 2007**

Začetek leta 2007 je bil za Bear Stearns povsem običajen. Cena delnice na borzi je bila stabilna ter kotirala nad 160 USD. Predsednik upravnega odbora James Cane je imel v lasti skoraj 5 odstotkov delnic in bil tako eden od večjih delničarjev družbe. Zaupanje v banko je bilo na visokem nivoju.

- **Junij 2007**

Preko svoje odvisne družbe Bear Stearns Asset Management je banka upravljala tudi več hedge skladov. Med drugimi tudi sklada visoko strukturiranih kreditnih strategij, katerih pretežni del naložb so bili kompleksni derivativi, kriti z drugorazrednimi stanovanjskimi hipotekami. Zaradi obrata nepremičninskega trga v letu 2006 sta sklada začela beležiti visoke izgube in v juliju 2007 tudi dokončno bankrotirala. To je na trgu sprožilo veliko vprašanj in ugibanj glede kvalitete, pravilnega vrednotenja in predvsem bonitetnih ocen hipotekarnih posojil in vrednostnih papirjev, kritih s hipotekarnimi posojili. Velik del portfelja banke Bear Stearns so predstavljali prav vrednostni papirji v obliki sekuritiziranih hipotekarnih posojil, ki so bili slabo likvidni in jih je bilo težko vrednotiti. Cena delnice na borzi se je junija gibala okoli 130 USD.

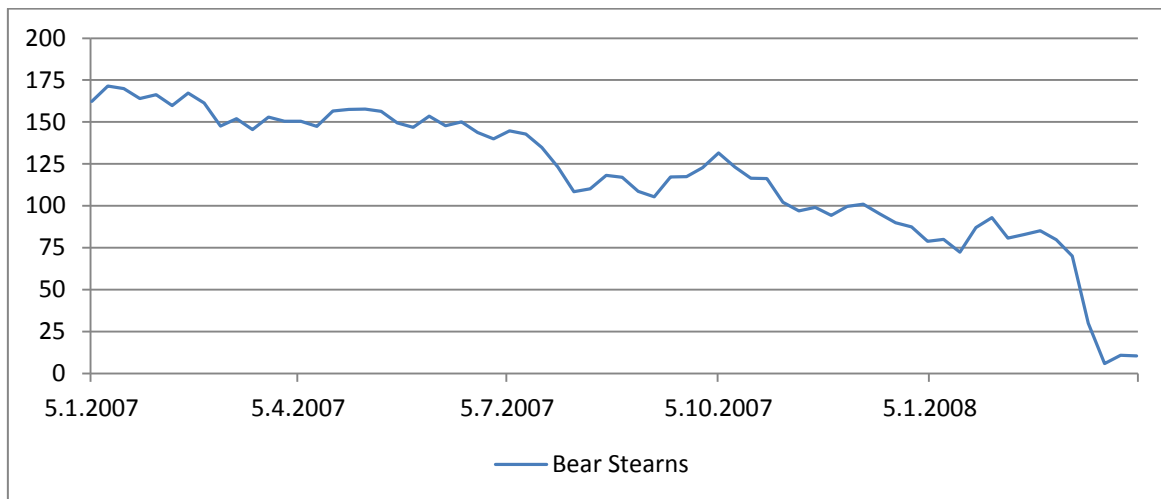
- **November 2007**

Posledica finančnega zloma dveh hedge skladov so bili še nadaljnji odpisi na portfelju hipotekarnih obveznic (angl. Mortgage-Backed Securities) v višini 1,2 milijarde USD. Prevrednotenje in odpise na portfeljih hipotekarnih strukturiranih vrednostnih papirjev so

najavile tudi druge finančne institucije. Sekundarni trg je postal plitek in slabo likviden. Bear Stearns je konec leta 2007 prvič po 83 letih objavil izgubo iz poslovanja. Izguba je hitro začela najedati kapitalsko pozicijo banke, ki je temeljila na visokem finančnem vzvodu. Bonitetna agencija S&P je banki istočasno znižala bonitetno oceno z AA na A, kar je stanje le še poslabšalo. Cena delnice na borzi se je do konca novembra znižala na 90 USD.

Na tem mestu vključimo hipotetično predpostavko, da ima banka izdane instrumente pogojnega kapitala z računovodskim in tržnim sprožilcem. Pri tako imenovanem računovodskem sprožilcu predstavljajo vmesni in končni letni računovodski izkazi osnovno podlago za konverzijo v kapital. V tem primeru bi verjetno že pri kvartalnem poročanju oziroma najkasneje konec leta 2007 ugotovili prenizek količnik kapitalske ustreznosti. Vendar pa kot veleva običajna praksa, so bili revidirani letni izkazi banke objavljeni šele v začetku februarja 2008. Kar lepo ponazarja nekajmesečni odmik oziroma zamik poročanja realnega stanja in likvidnostne ter kapitalske slike banke. Po mojem mnenju je ravno to glavna pomanjkljivost te vrste pogojnega kapitala. Tri mesece po ugotovitvi hudega pomanjkanja temeljnega kapitala bi se sprožila konverzija instrumentov z računovodskim sprožilcem. Dolgoročna obveznost v obliki pogojnega kapitala bi se računovodsko preategorizirala v temeljni kapital banke. V odvisnosti od karakteristik instrumenta bi se zgodil odpis dela ali celotne glavnice oziroma konverzija v delnice. To bi do neke mere verjetno pripomoglo k stabilizaciji situacije. Efekt povišanja kapitala bi bil verjetno veliko manjši in manj učinkovit, kot če bi bilo ugotovljeno drastično poslabšanje kapitalskega količnika poročano pravočasno. Hipotezo lahko razčlenjujemo naprej in dodamo predpostavko, da ima banka izdane CoCo obveznice z visokim in nizkim sprožilcem. V tem primeru bi se prej sprožil visoki sprožilec, ki je po usmeritvah Basel III postavljen pri 7-odstotni kapitalski ustreznosti. Ob nadaljnjem poslabševanju tveganju prilagojene aktive bi se aktivirala tudi konverzija pogojnega kapitala z nizkim sprožilcem. Tega prenovljeni baselski standardi postavljajo pri 5-odstotni kapitalski ustreznosti. Le-ta označuje prehod v nevarno območje podkapitaliziranosti in tveganja kolapsa kapitalske in likvidnostne pozicije v stresnem scenariju.

Slika 9: Gibanje cene delnice banke Bear Stearns



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, lastna obdelava.

- **Februar 2008**

V letu 2007 se je cena delnice prepolovila, predvsem zaradi govoric in špekulacij o kvaliteti portfelja in likvidnostni poziciji banke. Situacija na finančnih trgih se je v vmesnem obdobju še naprej poslabševala. Februarja so bili objavljeni revidirani finančni izkazi za leto 2007.

Po hipotetični predpostavki, ki sem jo predstavil, ima banka izdane tudi instrumente pogojnega kapitala s tržnim sprožilcem. Gre za vrsto sprožilca, vezano na tržno ceno delnice banke na organiziranem trgu. V tem primeru je to kotacija delnice Bear Stearns na borzi v New Yorku. Tržni sprožilec je določen ob izdaji pogojnega kapitala. Gre za to, da se konverzija avtomatsko sproži in izvrši, če cena delnice kadar koli zaniha pod vnaprej določen nivo. Kot bom podrobneje razčlenil v nadaljevanju, ta oblika pogojnega kapitala odpira vrsto vprašanj glede tržne manipulacije in izzivov, povezanih z različnimi interesi tržnih udeležencev. Pozitivni efekti pa se po mojem mnenju kažejo predvsem v hitri odzivnosti kapitalskega trga na težave banke, kar je najhitrejši, ne pa tudi vedno najbolj zanesljiv indikator finančne kondicije banke.

- **Marec 2008**

Od objave finančnih izkazov v februarju do polovice meseca marca je cena delnice Bear Stearns izgubila še 50 odstotkov svoje vrednosti in bila vredna le še nekaj nad 30 USD. Na tem mestu se je v reševanje vključila ameriška centralna banka FED, kar je v nadaljevanju vodilo v prevzem s strani banke JP Morgan.

S tem primerom iz prakse sem želel dokaj plastično prikazati, kako hitro gredo lahko stvari narobe na primeru poslovanja bančne institucije. Cena delnice ob predpostavki likvidnega trga v večini primerov najhitreje odraza poslabševanje poslovanja. V primerjavi z računovodskimi oblikami merjenja in izkazovanja finančne kondicije banke je cena na borzi veliko bolj občutljiva. Na ta način sem prikazal razliko v funkciji sprožilca pri

posamezni obliki pogojnega kapitala, ko gre za hitro slabšanje likvidnostne in kapitalske pozicije banke. V primeru Bear Stearns se je situacija radikalno zaostila v obdobju enega meseca, kar predstavlja pri računovodski obliki sprožilca kar precejšnjo težavo in nezmožnost pravočasnega reagiranja. Absorpcija kapitala mora biti v takih primerih karseda hitra in učinkovita, da lahko finančni instituciji pomaga k obratu negativnega trenda pomanjkanja kapitala.

Alternativa v našem primeru uporabljenim oblikam pogojnega kapitala bi bil instrument z regulatornim sprožilcem. Nadzorni organ, v tem primeru centralna banka, bi uporabila diskrecijsko pravico za konverzijo. Na ta način regulator omejuje tudi sistemsko tveganje.

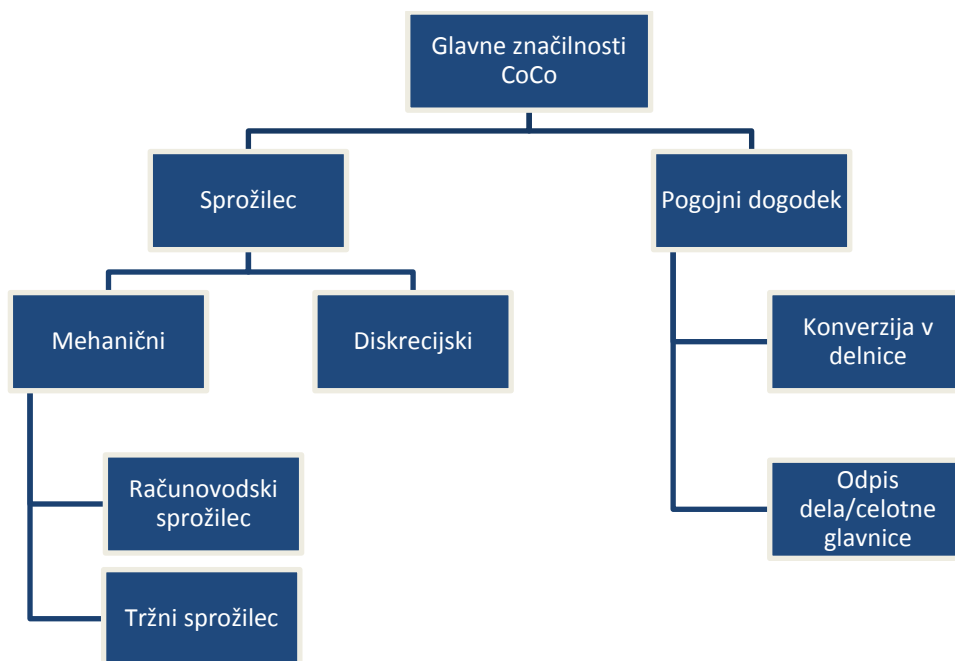
Ta primer nam jasno kaže, kako pomemben je nadzor likvidnostnih in kreditnih tveganj naložb v portfelju banke in na drugi strani zagotavljanje primerne nivoja kapitalske ustreznosti banke. Le-ta je pomembna za varno poslovanje in eventualno pokrivanje izgub, ki bi nastale zaradi prevrednotenja naložb.

Glavni razlog, da so banki Bear Stearns stvari ušle izpod nadzora, je bil predvsem premajhen delež temeljnega in ostalih oblik in vrst kapitala, ki bi jih banka morala zagotavljati v zadostni meri za varno poslovanje, glede na kvaliteto in obliko naložb v portfelju. Zatajila so tudi orodja za pravilno merjenje in prepoznavo likvidnostnih, kreditnih in še nekaterih drugih tveganj znotraj banke. Viri, s katerimi je banka financirala svoje poslovanje, so bili v prevelikem deležu kratkoročni in jih ob hitrem slabšanju poslovanja ni bilo mogoče obnavljati in nadomeščati.

3 GLAVNE ZNAČILNOSTI POGOJNEGA KAPITALA

Shang (2013) je mnenja, da je pogojni kapital strukturiran na način, ki omogoča sposobnost zagotavljanja dodatnega kapitala finančni instituciji v času krize. Dostop do kapitala na finančnih trgih je zaradi slabšanja finančne slike institucije v takšnem okolju praktično nemogoč. Z namenom, da bi ta cilj dosegli, mora instrument pogojnega kapitala oziroma tako imenovana CoCo obveznica izpolnjevati več zahtev. Ena najbolj pomembnih značilnosti je sposobnost avtomatske absorpcije izgube pred nastopom nesolventnosti. Trigger ali sprožilec, ki sproži samo konverzijo v kapital, igra osrednjo vlogo pri strukturiranju instrumenta. Aktivacija mehanizma absorpcije izgube mora biti vezana na nivo kapitalske ustreznosti banke izdajateljice pogojnega kapitala. Oblika instrumenta in njegove značilnosti morajo biti karseda odporne na možnost tržne manipulacije oziroma špekulativne napade tržnih udeležencev (Zähres, 2011). Prednosti in slabosti pri posameznih strukturah in oblikah pogojnega kapitala bom podrobneje razjasnil v nadaljevanju poglavja.

Slika 10: Glavne značilnosti v strukturi pogojnega kapitala



Vir: Avdjiev et al., *CoCos: a primer*. Basel: BIS Quarterly Review, 2013, str 45.

3.1 Pogojni dogodek¹⁵

V praksi ločimo dve vrsti oziroma obliki tako imenovanega pogojnega dogodka (angl. *Contingent event*), ki je posledica aktivacije vnaprej določenega sprožilca, o katerem bomo govorili v nadaljevanju. Zaradi same narave instrumenta sta obe obliki za vlagatelja precej boleči. Gre za konverzijo v delnice oziroma odpis glavnice instrumenta.

3.1.1 Konverzija v delnice

Herring in Calomiris (2012) navajata, da je ob nastanku sprožilnega dogodka instrument pogojnega kapitala, ki ima v svojih karakteristikah navedeno konverzijo v lastniški kapital ob izpolnjenih zahtevanih pogojih, avtomatsko konvertiran v vnaprej določeno število delnic izdajatelja. Razmerje ob konverziji in samo število delnic morata biti natančno opredeljena v prospektu. Menjavo v delniški kapital (Core Tier I) je potrebno opraviti v najkrajšem času po sprožitvi pogojev, opredeljenih v obveznici. Ob tem je potrebno posebej opozoriti, da je razmerje ob konverziji še posebej pomembno za obstoječe delničarje, katerih kapitalski deleži se s to operacijo lahko pomembno znižajo (angl. *Dilution of shareholders*) (Pitt et al., 2011).

Sama možnost konverzije odpira nekatera dodatna vprašanja in razmerja med delničarji in lastniki pogojnega kapitala. Po mojem mnenju se je pomembno vprašati, kdo bo s

¹⁵angl. *Contingent event*

konverzijo v delnice največ izgubil? Kot smo omenili že zgoraj, predstavlja stopnja razvrednotenja obstoječega lastniškega kapitala ob konverziji CoCo velik izziv za obstoječe delničarje. Ob konverziji, ki povzroči večjo razvodenitev obstoječega lastniškega kapitala, bodo na slabšem obstoječi delničarji. Le-tem se bodo deleži sorazmerno zmanjšali, posledično lahko pride tudi do sprememb večinskih deležev v podjetju. Pred izdajo hibridnega kapitala te vrste je potrebno temeljito razmisliti o obliki, strukturi in karakteristikah, saj le-te lahko bistveno vplivajo na kasnejša razmerja v lastniški strukturi.

Pri sami konverziji v delnice ločimo med zamenjavo v vnaprej dogovorjeno vrednost lastniškega kapitala ter zamenjavo v vnaprej dogovorjeno število delnic. Glavna značilnost zamenjave v vnaprej dogovorjeno vrednost lastniškega kapitala je ravno dogovorjeno razmerje med pogojnim ter lastniškim kapitalom v primeru izpolnitve vseh pogojev za konverzijo. V primeru, da je zamenjava izvršena po nominalni vrednosti pretvorbe hibridnega kapitala v delnice, znaša razmerje ob konverziji 1. Odnosno, če je zamenjava izvršena pod nominalno vrednostjo, je razmerje temu primerno nižje (Spiegeleer et al., 2011, str. 42).

Tabela 2: Karakteristike zamenjave po vnaprej dogovorjeni vrednosti lastniškega kapitala

Zamenjava	Opis	Prednosti	Slabosti	Primer
Nominalna vrednost (angl. <i>at par value</i>)	Ob konverziji lastniki hibridnega dolga prejmejo znesek lastniškega kapitala, ki je ekvivalenten nominalni vrednosti obveznice	- nižji stroški izdaje za finančno institucijo (nižja zahtevana obrestna mera) - imetniki pogojnega kapitala pridobijo zaradi negativnega vpliva na ceno delnice	- tveganje razvodenitve deležev obstoječih lastnikov - ustvarjanje pogojev za možno manipulacijo cene delnice (prodaje na kratko) - višji stroški lastniškega kapitala zaradi možne razvodenitve kapitala	Nominalna vrednost = 100 Cena delnice = 20 Prejete delnice ob konverziji = $100/20 = 5$
Pod nominalno vrednostjo (angl. <i>below par value</i>)	Ob konverziji lastniki hibridnega dolga prejmejo znesek lastniškega kapitala, ki je nižji od nominalne vrednosti obveznice	- nižje tveganje špekulativnega obnašanja imetnikov pogojnega kapitala - zmanjšanje tveganja razvodenitve obstoječih delničarjev	- nižji stroški lastniškega kapitala - višji stroški izdaje za finančno institucijo (višja zahtevana obrestna mera)	Nominalna vrednost = 100 Cena delnice = 20 Konverzijska vrednost = 60 Prejete delnice ob konverziji = $60/20 = 3$

Vir: Pazarbasioglu et al., Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features, 2011, str. 28.

Kot omenjeno zgoraj, dobijo imetniki CoCo obveznic pri konverziji po nominalni vrednosti celo vrednost izplačano v delnicah finančne institucije. V teoriji torej pri tej korporativni akciji naj ne bi utrpeli nekakšnih izgub ob predpostavki, da bi prejete delnice takoj odprodali na trgu (McDonald, 2011). Največje breme v tem primeru pade na delničarje, katerih deleži se lahko zaradi konverzije po nominalni vrednosti močno razvedenijo. Potrebno je omeniti, da čas konverzije navadno sovpada s stresnim obdobjem na finančnih trgih in nezaupanjem v finančno institucijo. To pomeni, da je vrednost delnice v trenutku konverzije lahko zelo nizka (blizu nič), saj je podjetje v slabem stanju in podkapitalizirano. V praksi je v tem primeru mogoča tudi razvedenitev obstoječih lastnikov v večjem obsegu (več kot 50 % lastniški delež). Posledica tega je navadno korenita sprememba v lastniški strukturi banke oziroma prevzem prevladujočega lastniškega deleža s strani imetnikov pogojnega kapitala. Le-to je lahko za njih še posebej atraktivno v primeru, da gre za instrumente z visokim sprožilcem (angl. *high trigger CoCo*). Omenjeni instrumenti omogočajo konverzijo pri višjem kapitalskem količniku, kar bom podrobneje razložil v poglavju o vrstah sprožilcev.

Na drugi strani pa poznamo zamenjavo v vnaprej dogovorjeno število delnic. Te vrste zamenjava v večini primerov temelji na zamenjavi v znano število delnic in ceno ob konverziji po nominalni vrednosti pogojnega kapitala. Število delnic je tako določeno z razmerjem med nominalno vrednostjo in ceno delnice ob izdaji pogojnega kapitala (Pitt et al., 2011). Primer konverzije je prikazan v spodnji tabeli 3. Vzemimo, da finančna institucija želi izdati pogojni kapital z nominalno vrednostjo 100. Tržna cena delnice ob izdaji instrumenta pogojnega kapitala znaša 25 EUR. V hipotetičnem primeru, da je tri leta od izdaje dosežen sprožilec in se omenjen instrument konvertira v delniški kapital, bo imetnik prejel $100/25 = 4$ delnice. Ne glede na tržno vrednost delnice, ki bi v trenutku zamenjave utegnili biti krepko nižja od konverzijske vrednosti.

Pri tej obliki konverzije so imetniki pogojnega kapitala v slabšem položaju, saj bodo po vsej verjetnosti ob zamenjavi utrpeli visoke izgube zaradi razlike med dogovorjeno in tržno ceno delnice v trenutku sprožitve instrumenta. Izpostaviti je potrebno tudi, da so imetniki soočeni s problematiko vrednotenja, saj je do zadnjega nemogoče predvideti tržno ceno delnice ob zamenjavi. Bolj kot se približuje sprožilec za zamenjavo, bolj pričakovano je nižanje vrednosti lastniškega kapitala na borzi, še posebej pri instrumentih z nizkim sprožilcem. To samo še povečuje verjetnost, da bo cena delnice pri konverziji krepko nižja od konverzijske cene, dogovorjene ob izdaji.

Tabela 3: Karakteristike zamenjave po vnaprej dogovorjenem številu delnic in ceni

Vrsta zamenjave	Opis	Prednosti	Slabosti	Primer
Vnaprej dogovorjeno število delnic	Ob konverziji lastniki hibridnih obveznic prejmejo vnaprej dogovorjeno število delnic podjetja	- vnaprej jasna vrednost razvrednotenja obstoječega kapitala (znano število novih delnic v primeru izvršitve pogojnega dogodka in cena delnice ob konverziji)	- negotovost glede vrednotenja, saj lastniki obveznic ne vedo, kakšna bo tržna cena ob konverziji - predvidoma nizka tržna vrednost delnic ob konverziji - višji stroški izdaje instrumenta (višji zahtevan donos)	Nominalna vrednost pogojnega kapitala = 100 Tržna cena delnice ob izdaji = 25 Prejete delnice ob konverziji = $100/25 = 4$

Vir: Pazarbasioglu et al., *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*, 2011, str. 28.

3.1.2 Odpis dela ali celotne glavnice

V prospektu instrumenta pogojnega kapitala je možen tudi dogovor glede delnega ali celotnega odpisa glavnice. V tem primeru imetniki niso upravičeni do izdaje novih delnic podjetja, kot navedeno zgoraj, ampak delno oziroma v celoti nosijo breme izgube glavnice instrumenta. Omenjena oblika se največkrat uporablja pri nejavnih delniških družbah, katerih delnice ne kotirajo na organiziranem trgu in finančnih institucijah, katerih lastniška struktura ne dovoljuje posegov v spremembo lastništva. Gre za razne pravice obstoječih delničarjev do sorazmernega vpisa vsakokratno izdanih novih delnic do višine njihovega trenutnega vložka. Omenjeni instrumentarij je namenjen temu, da management podjetja nima moči spremembe lastniške strukture s pomočjo novih izdaj delnic tretjim osebam.

Raziskave tujih bank (Pitt et al., 2011, str. 14) kažejo, da bi večina investorjev v obveznice odnosno v podrejen dolg raje izbrala odpis dela glavnice kot konverzijo v lastniški kapital. Razlog je predvsem, da si upravljavci obvezniških portfeljev ne želijo delniških naložb, saj le-te v večini primerov niso v skladu z njihovimi investicijskimi politikami.

3.2 Sprožilec

Večina instrumentov pogojnega kapitala, izdanih v zadnjih letih, je strukturiranih na podlagi dveh vrst sprožilcev. Gre za eno najbolj pomembnih komponent te vrste vrednostnega papirja, saj določa verjetnost in tveganje konverzije (Pazarbasioglu, 2011,

str. 8). Velik delež trenutno izdanih instrumentov ima vgrajen sprožilec na podlagi količnika kapitalske ustreznosti oziroma računovodski sprožilec, nekateri pa tudi tržni sprožilec. Le-ta je vezan na ceno delnice, ki kotira na organiziranem trgu. V praksi obstaja tudi regulatorni ali sistemski sprožilec. Tako imenovan kapitalski ali računovodski sprožilec, kjer je šibak količnik temeljnega kapitala banke razlog za konverzijo, je najbolj pogosta oblika strukture pogojnega kapitala. Razumljivo je, da je uspešnost izdaje te vrste kapitala in sprejetje novega instrumenta na trgu v veliki meri pogojeno s samo strukturo in obliko sprožilca.

Spiegeleer in Schoutens (2011 c, str. 43) opredeljujeta, da je pri strukturiranju sprožilca potrebno upoštevati naslednje pogoje:

- **Transparentnost:** največjo mero transparentnosti izrazimo s tržnim sprožilcem, ki se nanaša na ceno delnice na organiziranem trgu. Vnaprej je jasno, da se te vrste sprožilec aktivira v primeru, da cena pade pod določen dogovorjen nivo. S primerjavo pri tako imenovanem računovodskem sprožilcu oziroma sprožilcu na podlagi kapitalske ustreznosti ta transparentnost ni tako izrazita. Investitorji morajo v tem primeru zaupati revidiranim izkazom poslovanja podjetja, ki so v večini primerov objavljeni za nazaj.

- **Jasen in nedvoumen pomen:** sprožilec mora imeti enak pomen tako v anglosaksonskem kot kontinentalnem pravnem redu in ne glede na izdajatelja. Računovodski standardi glede kapitalskih količnikov in njihovih izračunov morajo biti jasni in nedvoumni.

- **Cilj:** Proces, v katerem se pogojni kapital spremeni v lastniški kapital, mora biti vsem investitorjem znan že ob dnevu izdaje in zapisan v prospektu in pripadajoči dokumentaciji same izdaje.

Slika 11: Prikaz hipotetične dokapitalizacije in delovanja sprožilca pogojnega kapitala na teoretičnem primeru



3.2.1 Računovodski sprožilec

Sprožilec, ki temelji na podlagi gibanja količnika kapitalske ustreznosti, oziroma računovodski sprožilec je v praksi najbolj pogost. Konverzija pogojnega kapitala v delniški kapital oziroma odpis glavnice se zgodi, ko količnik temeljnega kapitala Tier I pade pod vnaprej dogovorjen nivo. Primarni namen je preprečiti negativno spiralo ob slabšanju ekonomskih in kapitalskih kazalnikov in izgubi zaupanja v finančno institucijo. Zagotovitev dodatnega svežega kapitala v pravem trenutku je poglobitvega pomena za povrnitev zaupanja in preprečitev najhujšega.

Pitt et al. (2011, str. 7) navajajo, da največje kritike računovodskega sprožilca letijo predvsem na ažurnost in verodostojnost objavljanih izkazov finančne institucije. Proces izdelave in revidiranja računovodskih izkazov je v praksi kar dolgotrajen. Finančni podatki so v večini primerov objavljeni dvakrat oziroma štirikrat na leto. Na primer letni podatki o poslovanju se navadno objavljajo v mesecu marcu tekočega leta za preteklo koledarsko leto.

Problematika pri računovodskem sprožilcu se nanaša tudi na dokaj visoko fleksibilnost in možnosti prirejanja nekaterih računovodskih podatkov. V preteklosti je znanih kar nekaj odmevnih primerov prilagajanja računovodskih podatkov. Knjižna oziroma računovodska vrednost podjetja v večini primerov zamuja za tržno ceno, izraženo na borzi (Maes in Schoutens, 2012, str. 11). V obdobju finančne krize, ki se je pričela leta 2007, smo bili v veliko primerih priča temu efektu. Velike ameriške finančne institucije, ki so bodisi propadle bodisi prejele državno pomoč, so do zadnjega poročale visoke kapitalske količnike. Banke Bear Stearns, Lehman Brothers, Wachovia in Merrill Lynch so imele regulatorno določene kapitalske količnike visoko nad zahtevano mejo 8 odstotkov.

Glede na zgornje ugotovitve ostaja na mestu vprašanje pravočasne konverzije pogojnega kapitala z računovodskim sprožilcem. Bistvenega pomena je frekvenca objavljanih finančnih podatkov, ki naj bodo zagotovljeni vsaj kvartalno. Pomemben vpliv pa ima tudi nivo sprožilca glede na količnik kapitalske ustreznosti, kar bom predstavil v nadaljevanju.

Tabela 4: Karakteristike računovodskega sprožilca

Vrsta sprožilca	Prednosti	Slabosti	Primer
Računovodski sprožilec	- ni težav z vrednotenjem - lahek za razumevanje in implementacijo	- finančni podatki podjetja so objavljeni za nazaj - visoka verjetnost zakasnjene ugotovitve finančne kondicije podjetja - prikazujemo preteklo stanje v podjetju	Konverzija v lastniški kapital oziroma odpis dela ali celotne glavnice se izvrši, če količnik temeljnega kapitala (CT1) pade pod 5 %

--	--	--	--

Vir: Pitt et al., *Contingent Capital: Possibilities, problems and opportunities*, 2011, str. 6.

Kot ugotavlja Ofinger (2012, str. 12), v praksi poznamo instrumente pogojnega kapitala z nizkim in visokim sprožilcem. Z nivojem količnika kapitalske ustreznosti, pri katerem se aktivira sprožilec, merimo in vrednotimo tveganje konverzije. Pri instrumentih z visokim sprožilcem je verjetnost konverzije višja kot pri instrumentih z nizkim sprožilcem. To je tudi razlog, da te vrste vrednostni papirji privlačijo investitorje s popolnoma drugačnim odnosom do tveganja. Potrebno je opozoriti, da gre za zelo tvegano in špekulativno naložbo. Bolj konzervativni vlagatelji v obveznice z daljšim naložbenim horizontom, ki glede na svojo naložbeno politiko lahko kupujejo CoCo obveznice, so v večini primerov bolj zainteresirani za obveznice z vgrajenim nizkim sprožilcem. Verjetnost konverzije teh instrumentov v razvitih bančnih sistemih v Evropi je v praksi nizka. Špekulativni vlagatelji, ki iščejo bolj tvegane naložbe z visokim donosom, pa v večji meri izbirajo pogojni kapital z visokim sprožilcem. Pri teh instrumentih je verjetnost konverzije in izgube višja, ampak na drugi strani pogojena tudi z višjim zahtevanim donosom.

Tabela 5: Oblike pogojnega kapitala z računovodskim sprožilcem

Instrument	Sprožilec	Finančna situacija	Cilj
Visok sprožilec	Količnik temeljnega kapitala (Tier I) pade pod 7 odstotkov (temeljni kapital / tveganju prilagojena aktiva)	- slabšanje finančne in ekonomske situacije - naraščajoče število slabih posojil v bilancah bank	- dokapitalizacija z namenom stabilizacije poslovanja in nivoja temeljnega kapitala - povrnitev zaupanja investitorjev in strank
Nizek sprožilec	Količnik temeljnega kapitala (Tier I) pade pod 5 odstotkov (temeljni kapital / tveganju prilagojena aktiva)	- nevarnost finančnega zloma - nevarnost nesolventnosti	- dokapitalizacija z namenom preprečitve stečaja finančne institucije - prestrukturiranje finančne

			institucije z namenom preprečitve insolventnosti
--	--	--	--

Vir: S. Ofinger, A Valuation Concept for Coko Bonds, 2012, str. 13.

Meja med visokim in nizkim sprožilcem je v splošnem dokaj zabrisana. Za visok sprožilec se v praksi največkrat uporablja količnik temeljnega kapitala pri 7 odstotkih, pri nizkem pa nivo 5 odstotkov. Pomembno je, da je finančna institucija v trenutku konverzije po visokem sprožilcu še vedno sposobna sama preživeti na trgu. To pomeni, da podjetje še vedno generira dovolj prihodkov za pokrivanje tekočih obveznosti in dodatna kapitalna injekcija ni edini razlog za njeno preživetje. Na drugi strani se pri nizkem sprožilcu finančni subjekt že giblje v nevarnih vodah nizke kapitalne ustreznosti in nevarnosti nesolventnosti.

3.2.2 Tržni sprožilec

Kot navajata Spiegeleer in Schoutens (2011 b, str. 45), tendence v akademskem svetu kažejo na favoriziranje tržnega sprožilca pri instrumentih pogojnega kapitala. Podlaga za te vrste trigger je tržna cena delnice finančne institucije, ki kotira na organiziranem trgu. Razloge lahko iščemo predvsem v večji transparentnosti in hitrosti, saj naj bi imela potencialna sprožitev konverzije po metodi padca količnika kapitalne ustreznosti kar precejšnjo zakasnitev. Druga možna alternativa uporabi tržne cene delnice je pribitek nad CDS¹⁶. Pribitek nad instrumentom zavarovanja kreditnega tveganja lahko pride v poštev le v primeru, ko obstaja trgovanje in zadostna likvidnost s CDS. Metodologija določa, da širjenje kreditnega pribitka naznanja pomanjkanje zaupanja trga v finančno institucijo. V primeru, da CDS instrument doseže v karakteristikah pogojnega kapitala predhodno določen nivo, se sproži konverzija v delnice oziroma odpis dela glavnice.

Tabela 6: Karakteristike sprožilca, ki temelji na podlagi tržne cene delnice

Vrsta sprožilca	Prednosti	Slabosti	Primer
-----------------	-----------	----------	--------

¹⁶ CDS – Credit Default Swap

Tržni sprožilca	- pogled naprej (predpostavlja učinkovitost trga) - več informacij v zgodnejši fazi - ni potrebe po čakanju na objavo uradnih kvartalnih, polletnih oziroma letnih finančnih izkazov	- potencialna možnost manipulacije tržne cene delnice na borzi - višja verjetnost prehitre izvedbe konverzije	Konverzija v lastniški kapital oziroma odpis dela ali celotne glavnice se izvrši, če cena delnice pade pod vnaprej določen nivo
-----------------	--	--	---

Vir: Pazarbasioglu et al., Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features, 2011, str. 24.

Glavni problem oziroma izziv te vrste sprožilca pa je predvsem dovzetnost za tržno manipulacijo cene delnice. Med tržnimi udeleženci se prepleta veliko različnih interesov in motivov za doseg določenih ciljev. Nekateri lahko v določenem trenutku pripeljejo tudi do oblik manipulacije. Hipotetično bi imetnik instrumenta pogojnega kapitala s tržnim sprožilcem lahko imel motiv za prodajo delnic na kratko z namenom izvedbe konverzije v delnice po nizkem tečaju. Na ta način bi lahko prišel do lastniškega deleža v podjetju in pravice soodločanja. Po konverziji pa bi se po vsej verjetnosti tudi cena delnice vrnila v normalne okvire, saj bi banka pridobila dodaten kapital. Ta mogoče sploh ne bi bil potreben in bi bil do neke mere izsiljen z manevrom tržne manipulacije. Z delnicami, izdanimi ob konverziji, bi imetnik po zgornjem scenariju verjetno realiziral dobiček (Shang, 2013, str. 19).

Zgoraj opisane oblike namerne manipulacije s ceno delnice za doseg določenih drugih interesov je mogoče vsaj otežiti, če že ne popolnoma preprečiti. To storimo tako, da metodologijo sprožilca vežemo na povprečno ceno delnice v vnaprej določenem obdobju. Na ta način ne bi bilo možno s kratkoročno manipulacijo cene doseči sprožitve instrumenta, saj bi cena morala na nivojih okoli tržnega sprožilca ostati dlje časa. To pomeni, da bi prodajalec na kratko bil primoran investirati znatno večje zneske, da bi obdržal ceno na potrebnem nivoju. Kot navaja McDonald (2011), bi bilo te vrste manipulacijo tudi lažje odkriti.

Poleg zgoraj omenjene povprečne cene delnice v določenem obdobju nam tržno manipulacijo lahko pomaga preprečiti tudi pravilno oblikovan faktor zamenjave¹⁷. Gre za faktor, ki določa razmerje konverzije glavnice dolžniškega instrumenta v delnice. Špekulativna oblika konverzije za investitorje ni več tako privlačna, kadar je vrednost novo izdanih delnic manjša od glavnice obveznice. V tem primeru investitorji ne bodo pridobili s konverzijo, saj je izguba dela glavnice ob konverziji večja od možnih pozitivnih učinkov (Maes & Schoutens, 2012, str 12).

¹⁷ Angl. Conversion Ratio

3.2.3 Regulatorni ali sistemski sprožilec

Za razliko od tržnega sprožilca in sprožilca na podlagi kapitalskih količnikov gre pri regulatornem za veliko širše oziroma sistemsko obravnavan problem. Sprožilec ne zasleduje cilja kapitalske krepitve finančne institucije, ampak se osredotoča na stanje celotnega bančnega sektorja v državi (Ofinger, 2012, str. 18).

Tabela 7: Karakteristike regulatornega sprožilca

Vrsta sprožilca	Prednosti	Slabosti	Primer
Regulatorni ali sistemski sprožilec	- negotovost glede izida zmanjšuje tržno manipulacijo	- ne gre za avtomatsko konverzijo, ko so doseženi vnaprej določeni pogoji - ker gre za diskrecijsko pravico regulatorja, lahko pride do prepozne / prehitre konverzije - vlagatelji lahko zahtevajo premijo za negotovost glede konverzije, ki se nanaša na izid stresnih testov	Konverzija v lastniški kapital oziroma odpis dela ali celotne glavnice se izvrši, če finančna institucija ne opravi stresnih testov

Vir: Pazarbasioglu et al., *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*, 2011, str. 24.

Pri sistemskih sprožilcih gre za neke vrste diskrecijsko pravico regulatorja oziroma države. Regulatorni organ se je dolžan odzvati, ko se bančne institucije znajdejo v težavah, ki bi lahko imele resne posledice za celotni bančni sistem. Dodaten razlog za ukrepanje je v primeru, da gre za sistemsko pomembne finančne institucije. Flannery in Perotti (2011) navajata, da je omenjeni instrumentarij omejevanja sistemske krize primeren predvsem za situacije, ko zaradi velike kapitalske podhranjenosti finančni sektor ni več sposoben preživeti brez zunanje pomoči. Kot primer bi lahko navedli sistemske težave bančnega sektorja v Sloveniji v letu 2013. Zaradi nereševanja sistemskih težav v preteklih letih in kopičenja slabih posojil je bila država konec leta 2013 do neke mere prisiljena v dokapitalizacije in s tem poddržavljenje treh največjih bank (NLB, NKBM in Abanke). Te vrste instrumenti so eden izmed načinov in delni odgovor na to, kako preprečiti dokapitalizacije bank s strani davkoplačevalcev in države, ko pride do sistemskih težav.

Regulatorna institucija je postavljena pred težko nalogo, ko mora v določenem trenutku objaviti ugotovitve o neustreznem stanju in sistemski bančni krizi. Temelj zdravega bančnega sistema je prav zaupanje vseh deležnikov, ki poslujejo z bankami. Na eni strani deponentov kot tudi kreditorejmalcev. Ravno zaradi velikega tveganja izgube zaupanja v celotni bančni sistem in potenciranja negativnih efektov je regulatorni nadzor poglavitnega pomena.

Napovedovanje sistemske krize, subjektivna presoja regulatorja in njegova diskrecijska pravica zelo otežujejo vrednotenje te vrste instrumentov. Gre za dejavnike, pri katerih investitorji zahtevajo dodatno premijo za tveganje. To lahko za izdajatelja te vrste pogojnega kapitala predstavlja kar precejšen strošek (Spiegeleer & Schoutens 2011 a).

3.3 Prednosti in slabosti pogojnega kapitala

Pogojni kapital na finančnih trgih še vedno predstavlja dokaj svež naložbeni razred. Nov koncept hibridnega instrumenta, ki predstavlja neke vrste mešanico med dolgom in kapitalom, ima precej prednosti in pa tudi nekatere slabosti. V nadaljevanju bom, povzeto po Spiegeleer & Schoutens (2011 c), Von Furstenberg (2011) ter Maes et al. (2012), poudaril in predstavil najpomembnejše izmed njih.

3.3.1 Prednosti

Manjše sistemsko tveganje

Izboljševanje in utrjevanje kapitalske strukture finančne institucije že samo po sebi pomeni zniževanje tveganja za celotni bančni sistem. Pomembno je, da ob sprožitvi konverzija v kapital teče hitro in s tem pripomore k jasnemu signalu finančnim trgom.

Večja stabilnost finančne institucije in odpornost na zunanje šoke

Enako kot zgoraj lahko rečemo, da večji odstotek kapitala oziroma instrumentov z lastnostmi kapitala pomeni večjo odpornost na notranje in zunanje šoke. Stabilnost in varnost se odražata tudi v povišanju zaupanja vlagateljev in strank finančne institucije.

Eksplicitna garancija za konverzijo v primeru sprožitve

Pogojni kapital pomaga omejevati problem reševanja bank z davkoplačevalskim denarjem. Z zadnjo finančno in gospodarsko krizo se je pokazalo, da veliko breme dokapitalizacij bank nosijo pretežno davkoplačevalci. Država navadno poseže in dokapitalizira banko, kadar gre za institucijo, kjer obstaja veliko sistemsko tveganje. Basel III z uvedbo pogojnega kapitala poskuša zmanjšati oziroma popolnoma odstraniti to breme z ramen davkoplačevalcev. Prospekt CoCo obveznice eksplicitno in natančno določa celotni proces ter pogoje za konverzijo ali odpis dela oziroma celotne glavnice.

Vnaprej jasna pravila

Instrument pogojnega kapitala je namenjen dobro poučenim profesionalnim vlagateljem. Vsi pogoji za konverzijo oziroma odpis glavnice, sprožilec in razmerja ob konverziji so znani vnaprej. Pravila so jasna pred samo izdajo in so natančno definirana v prospektu. Na ta način se izdajatelj zavaruje pred potencialnimi nesoglasji in tožbami v primeru sprožilnega dogodka.

Višja donosnost

Obrestna mera oziroma zahtevana donosnost pogojnega kapitala je pogojena s tveganjem, ki so ga pripravljene sprejeti investitorji za to vrsto instrumenta. Tveganje se navadno odraža v zahtevani donosnosti. V primeru CoCo obveznic gre za enega najbolj tveganih naložbenih razredov, po katerem posegajo institucionalni investitorji.

3.3.2 Slabosti

Razvrednotenje deležev obstoječih lastnikov

Faktor in mehanizem konverzije v delnice določata stopnjo razvrednotenja kapitalskih deležev obstoječih lastnikov (angl. *Dilution*). Tveganje previsokega razvrednotenja lahko delno ublažimo z določitvijo konverzijskega razmerja ob izdaji pogojnega kapitala. Tako določimo najnižji še dovoljeni nivo cene ob konverziji. V primeru, da je v prospektu dogovorjeno drugače oziroma da je cena ob konverziji enaka ceni delnice na borzi v trenutku sprožitve pogojnega dogodka, se v večini primerov ni mogoče izogniti visoki stopnji razvrednotenja deležev.

Efekt spirale

Pri pogojnem kapitalu gre za instrument s povišanim tveganjem za investitorje, zato je namenjen le dobro poučenim vlagateljem. V primeru, da bi banke in druge finančne institucije lahko neomejeno investirale v CoCo obveznice, bi ob poslabšanju makro ekonomske situacije lahko prišlo do domino efekta. Gre za to, da navzkrižno lastništvo pogojnega kapitala med finančnimi institucijami na trgu ne zmanjšuje sistemskega tveganja. Ob hipotetični konverziji dela izdanih obveznic bi banke postale navzkrižni delničarji. Ravno zaradi tega je ob izdaji pomembna geografska alokacija in alokacija po tipu investitorja. V lastniško strukturo je po mojem mnenju poleg bank potrebno v določeni meri vključiti tudi zavarovalnice, vzajemne in hedge sklade.

Volatilnost

Volatilnost lahko izrazimo s standardnim odklonom gibanja cene delnice na sekundarnem trgu. S poviševanjem verjetnosti izvršitve sprožilnega dogodka bi verjetno nekateri izmed lastnikov pogojnega kapitala poskušali dodatno zavarovati svoje pozicije. Ena izmed možnosti je, da bi pričeli s prodajami delnic dotične banke na kratko (angl. *short selling*). Na ta način bi delno zmanjšali in zavarovali izpostavo do banke v primeru konverzije CoCo obveznice v lastniški kapital. Poviševanje prodaj na kratko bi verjetno prispevalo k dodatnemu negativnemu vplivu na gibanje cene delnice banke in poviševanju volatilnosti na delniškem trgu.

Omejena baza investitorjev v ta naložbeni razred

Kot slabost lahko omenimo tudi dokaj omejeno bazo investitorjev v ta naložbeni razred. Gre za novo obliko kapitala, ki je širši javnosti dokaj nepoznana. Investiranje v to vrsto instrumentov naj bi bilo dovoljeno le profesionalnim in dobro poučenim vlagateljem. Prinaša določena povišana tveganja ter seveda temu primerne donose. Verjetno pogojni kapital kot naložbeni razred nikoli ne bo primeren in priljubljen za vlagatelje, nenaklonjene tveganju. V manjšem obsegu se ga poslužujejo tudi naložbeni skladi. Največjo bazo investitorjev pa je najti med zavarovalnicami, bankami in hedge skladi.

Možnost tržne manipulacije

Med tržnimi udeleženci se prepleta veliko različnih interesov in motivov za doseg določenih ciljev, kar v nekaterih primerih lahko pripelje tudi do nekaterih oblik manipulacije trga. Hipotetično bi imetnik instrumenta pogojnega kapitala s tržnim sprožilcem lahko imel motiv za prodajo delnic na kratko z namenom izvedbe konverzije v delnice po nizkem tečaju. Na ta način bi lahko prišel do lastniškega deleža v podjetju in pravice soodločanja. Po konverziji pa bi se po vsej verjetnosti tudi cena delnice vrnila v normalne okvire, saj bi banka pridobila dodaten kapital, ki ji zagotavlja varnost poslovanja.

4 METODE VREDNOTENJA POGOJNEGA KAPITALA

Popularnost in razširjenost te vrste obveznic je verjetno v veliki meri odvisna od vključenosti teh instrumentov v naložbene politike čim večjega segmenta investitorjev. Za profesionalne investitorje, ki naj bi jim bil ta naložbeni segment namenjen, je prav gotovo pomembno, da imajo instrumenti bonitetno oceno katere izmed treh največjih bonitetnih agencij Fitch, Moodys oziroma S&P. Ravno bonitetne agencije, ki se ukvarjajo s preučevanjem in ocenjevanjem kreditnega tveganja, pa so imele v prvi fazi prodora teh instrumentov na finančni trg kar velike težave s postavitvijo modelov vrednotenja in ocenjevanja vrednosti za pogojni kapital.

Kot navaja Buergi (2012), si moramo pri vrednotenju in ocenjevanju vrednosti CoCo obveznic postaviti vsaj dve vprašanji. Prvo vprašanje je, katere predpostavke bomo uporabili za modeliranje sprožilca pri pogojnem dogodku. To so lahko CDS¹⁸ pribitki, tržna cena ali količnik kapitala. Kot drugo pa je zelo pomembno, kakšna je vrednost pogojnega kapitala v trenutku konverzije. Mcdonald (2011) navaja, da so se sprva finančne institucije pri novih izdajah bolj nagibale k uporabi tržnih sprožilcev, zato so prevladovali tudi različni pristopi k vrednotenju na podlagi tržne cene delnice. S pomočjo pregleda informacijskega sistema Bloomberg pa lahko sklepamo, da smo v zadnjih letih priča povečanemu obsegu izdaj s sprožilci, vezanimi na kapitalske količnike. Razvoju instrumentov v industriji je sledil tudi razvoj in modeliranje različnih tehnik vrednotenja.

V nadaljevanju povzemam pristop k vrednotenju, ki ga navajata Spiegeleer in Schoutens (2011 a). Gre za pristop na podlagi izvedenih instrumentov kreditnega tveganja (angl. *Credit Derivatives Approach*). Seveda je v literaturi zaslediti še več drugih pristopov k vrednotenju, med katerimi lahko izpostavim pristop na podlagi izvedenih instrumentov, vezanih na lastniški kapital (angl. *Equity Derivatives Approach*). Gre za metodo vrednotenja z mejnimi (angl. *Barrier options*) in digitalnimi opcijami (angl. *Binary options*).

¹⁸ CDS – Credit Default Swap

4.1 Pristop na podlagi izvedenih instrumentov kreditnega tveganja

Vrednotenje instrumentov pogojnega kapitala je zaradi same kompleksnosti in mnogih izvedenk instrumenta kar zahtevna naloga. Z vidika obvezniškega investitorja je verjetno najbolj zanimiv in jasen pristop na podlagi izvedenih finančnih instrumentov kreditnega tveganja. Po analogiji, ki jo zasledujejo investitorji v dolžniške instrumente, gre pri vrednotenju CoCo obveznic za izračun poštene vrednosti oziroma zahtevanega pribitka za povečano tveganje, ki ga prinašajo karakteristike instrumenta. V premiji za tveganje mora biti zajeto tveganje konverzije ali odpisa dela glavnice ob sprožitvi določenih pogojnih dogodkov. Le-te je včasih tudi težko natančno meriti, opredeliti in modelirati. Spiegeleer in Schoutens (2011 a) navajata, da so se v praksi modelski pristopi k ocenjevanju vrednosti še najbolj izkazali pri tržnem sprožilcu in pa računovodskem sprožilcu, ki temelji na količniku kapitalske ustreznosti. Medtem ko je skoraj nemogoče modelirati regulatorni sprožilec in oceniti, na kakšen način in predvsem kdaj bo regulator zahteval konverzijo oziroma delni ali celotni odpis glavnice.

Ena glavnih komponent pri vrednotenju dolžniških finančnih instrumentov je kreditni pribitek (angl: *Credit Spread – cs*). Gre za pribitek nad tako imenovano netvegano obrestno mero (angl: *Risk free rate – rf*) oziroma donosnostjo obveznic držav najvišje bonitete. Verjetno ni potrebno posebej poudarjati, da tržni udeleženci in investitorji, glede na percepcijo tveganja, za vrednostni papir istega izdajatelja zahtevajo različne kreditne pribitke. Z metodološkega vidika je pomembno, da pri vrednotenju in interpretaciji uporabljamo enako netvegano obrestno mero. Kot konsenz na trgu se v večini primerov uporabi nemška državna obveznica (*German Bund – DBR*) ali srednja obrestna zamenjava (angl. *MID SWAP - ms*). Zahtevano donosnost v praksi izrazimo kot kreditni pribitek nad netvegano obrestno mero oziroma srednjo obrestno zamenjavo.

Kot navajata Spiegeleer in Schoutens (2011 a), odpira ocenjevanje vrednosti CoCo obveznic mnoga vprašanja. Eno najpomembnejših je vsekakor, kolikšen dodatni donos, ki vključuje vsa tveganja, bodo zahtevali investitorji, preden se odločijo za nakup tako tvegane naložbenega razreda. Investitor se tu poleg kreditnega, tržnega in ostalih tveganj izpostavlja tudi tveganju spremembe višine predvidenih denarnih tokov zaradi konverzije v delnice ali odpisa glavnice instrumenta. Specifično tveganje pri pogojnem kapitalu izrazimo s faktorizacijo pričakovane izgube v primeru konverzije.

pričakovana izguba = verjetnost sprožilnega dogodka × (1 – R_{CoCo}) × glavnica

Stopnja pokritosti izgube (angl: *Recovery rate - R_{CoCo}*) pri pogojnem kapitalu z možnostjo konverzije je odvisna predvsem od vrednosti in števila delnic, ki jih investitor prejme ob sprožitvi pogojnega dogodka. Za izračun potrebujemo podatek o pričakovani vrednosti delnice (S_T^*) ter ceno ob konverziji (angl. *Conversion price – Cp*).

$$R_{CoCo} = \frac{S_T^*}{C_p} \quad (1)$$

Pristop k vrednotenju pogojnega kapitala uporablja pri modeliranju tako imenovani parameter verjetnosti kreditnega dogodka (angl: *Default intensity parameter* - λ). S pomočjo vrednosti λ lahko izračunamo verjetnost nastanka ekstremnih dogodkov. Verjetnost, da neka obveznica preživi naslednjih »T« let, označimo z $\exp(-\lambda T)$. S pomočjo te ugotovitve izpeljemo oceno verjetnosti stečaja v enakem časovnem obdobju kot $1 - \exp(-\lambda T)$. Ta pristop tvori osnovo ocenjevanja vrednosti pogojnega kapitala na podlagi modeliranja kreditnega tveganja Spiegeleer in Schoutens (2011 a).

V primeru kreditnega dogodka investitor v večini primerov pričakuje delno poplačilo glavnice (angl: *face value* - N) obveznice. Kot omenjeno zgoraj, gre za stopnjo pokritosti izgube. V primeru stečaja je tako izguba, ki jo nosi investitor, enaka $(1 - R) \times N$. Sprožitev sprožilca v tem primeru modeliramo kot neke vrste kreditni dogodek. Verjetnost kreditnega dogodka λ bomo zato v tem primeru nadomestili z verjetnostjo sprožilnega dogodka (angl: *Trigger intensity* - $\lambda_{Sprožilec}$). Povezavo med kreditnim, stopnjo pokritosti izgube ter parametrom verjetnosti sprožilnega dogodka pri pogojnem kapitalu prikažemo z naslednjo enačbo.

$$cS_{CoCo} = [1 - R_{CoCo}] \times \lambda_{Sprožilec} \quad (2)$$

S pomočjo zgornje poenostavljene metodologije lahko modeliramo sprožilni dogodek s konverzijo v delnice. Gre za podoben ekstremni dogodek, kot ga uporabimo pri statističnem modeliranju kreditnega dogodka pri kreditni zamenjavi (angl: *Credit Default Swap* - *CDS*).

Potencialna izguba, ki jo investitor v CoCo obveznico lahko utрпи v primeru sprožilnega dogodka, je odvisna predvsem od konverzijske cene (angl. *Conversion price* - C_p). Število delnic oziroma dolgo pozicijo v delniškem kapitalu v primeru privedbe do sprožilnega dogodka označimo s C_r . Formula za izračun velja za katero koli obliko sprožilca.

$$Izguba_{CoCo} = N - C_r S_T^* = N \left[1 - \frac{S_T^*}{C_p} \right] \quad (3)$$

Največjo težavo predstavlja prav modeliranje verjetnosti sprožilnega dogodka ($\lambda_{Sprožilec}$) ali, drugače rečeno, kolikšna je verjetnost, da bo imetnik CoCo obveznice utrpel izgubo. Poznamo več različnih razlogov, ki bi lahko privedli do konverzije. Poleg regulatornega poznamo še tržni in računovodski sprožilec pogojnega kapitala. Pristop, ki ga opisujeta Spiegeleer in Schoutens (2011 a), za izhodišče vzame pričakovano vrednost delnice (S_T^*) finančne institucije v trenutku konverzije pogojnega kapitala. Ta ocena je potrebna pri izračunu verjetnosti sprožitve in CoCo kreditnega pribitka. Verjetnost (angl: *Probability* -

p^*), da bo omenjeni nivo dosežen v času do zapadlosti (angl: *Maturity* – T) instrumenta, lahko izrazimo z naslednjo enačbo.

Tekoči dividendni donos (angl: *Continuous dividend yield* – q)

Obrestna mera (angl: *Interest rate* – r)

Volatilnost (angl: *Volatility* – σ)

Zapadlost obveznice (angl: *Maturity* – T)

Trenutna cena delnice (angl: *Current share price* – S)

Cena delnice ob konverziji (angl: *Conversion price* – C_p)

$$p^* = N \left[\frac{\log \left[\frac{S_T^*}{S} \right] - \mu T}{\sigma \sqrt{T}} \right] + \left[\frac{S_T^*}{S} \right]^{\frac{2\mu}{\sigma^2}} N \left[\frac{\log \left[\frac{S_T^*}{S} \right] + \mu T}{\sigma \sqrt{T}} \right] \quad (4)$$

$$\mu = r - q - \frac{\sigma^2}{2} \quad (5)$$

Izračun verjetnosti, ki smo ga povzeli v zgornji enačbi, nam določa, s kolikšno verjetnostjo se bo sprožilni dogodek zgodil. S pomočjo verjetnosti lahko izpeljemo tudi parameter verjetnosti sprožilnega dogodka $\lambda_{Sprožilec}$ (Spiegeleer in Schoutens, 2011 a).

$$\lambda_{Sprožilec} = - \frac{\log[1-p^*]}{T} \quad (6)$$

S pomočjo enačbe številka 7 izračunamo CoCo kreditni pribitek (Spiegeleer in Schoutens, 2011 a).

$$CS_{CoCo} = - \frac{\log[1-p^*]}{T} \times \left[1 - \frac{S_T^*}{C_p} \right] \quad (7)$$

4.2 Primer vrednotenja

Do sedaj smo podrobneje opredelili in analizirali vrste in oblike pogojnega kapitala ter prikazali eno izmed teoretičnih metod vrednotenja. V nadaljevanju bom predstavil praktični model ocenjevanja vrednosti instrumentov pogojnega kapitala, ki ga je leta 2011 razvila investicijska banka JP Morgan (Henriques in Doctor, 2011). Gre za modeliranje s pomočjo CDS pogodb, vezanih na podrejen dolg, ter digitalnih opcij, vezanih na delniški kapital dotične banke. Pri izračunih in ocenjevanju vrednosti si bom pomagal z informacijskim sistemom Bloomberg.

Za primer vrednotenja, za namen katerega sem odčital tržne podatke dne 5. 6. 2015, bom uporabil CoCo obveznico švicarske banke UBS AG z zapadlostjo 12. 2. 2026. Izdana je bila dne 6. 2. 2014 v valuti EUR. Gre za instrument z računovodskim sprožilcem, vezanim na temeljni Tier I kapital pri 5 odstotkih. Po Basel III kapitalskih standardih uvrščamo to obveznico v Tier II kapital. V primeru sprožilnega dogodka gre za instrument, ki

predvideva izbris glavnice. Vse osnovne karakteristike je moč razbrati iz spodnjega izpisa, ki sem ga pridobil dne 5. 6. 2015 na informacijskem portalu Bloomberg.

Slika 12: Izpis osnovnih značilnosti CoCo obveznice UBS

DES		UBS AG		UBS Var 02/26-21		108.8790/109.3860		(3.021/2.928)		BGN @10:16	
UBS 4 ¾ 02/12/26 Corp								Page 1/11		Description: Bond	
		94) Notes		95) Buy		96) Sell		97) Settings			
21) Bond Description		22) Issuer Description									
Pages 1) Bond Info 2) Addtl. Info 3) Covenants 4) Guarantors 5) Bond Ratings 6) Identifiers 7) Exchanges 8) Inv Parties 9) Fees, Restrict 10) Schedules 11) Coupons Quick Links 32) ALLQ Pricing 33) QRD Quote Reca 34) TDH Trade Hist 35) CAC Corp Action 36) CF Prospectus 37) CN Sec News 38) HDS Holders 39) VPR Underly Info 66) Send Bond		Issuer Information Name UBS AG Industry Financial Services Security Information Mkt Iss Euro MTN Capital Type CoCo Country CH Currency EUR Rank Subordinated Series EMTN Coupon 4.75 Type Variable Cpn Freq Annual Day Cnt ISMA-30/360 Iss Price 99.40700 Maturity 02/12/2026 Reoffer 99.407 CALL 02/12/21@100.00 Iss Sprd +340bp vs Mid Swaps Calc Type (1469)FIX-TO-VARIABLE BD Announcement Date 02/06/2014 Interest Accrual Date 02/13/2014 1st Settle Date 02/13/2014 1st Coupon Date 02/12/2015 COCO TRIGGER = 5% COMMON EQUITY TIER 1				Identifiers ID Number EK0631110 ISIN CH0236733827 FIGI BBG005ZBQMG1 Bond Ratings Moody's NR S&P BBB Fitch BBB+ Composite BBB Issuance & Trading Amt Issued/Outstanding EUR 2,000,000.00 (M) / EUR 2,000,000.00 (M) Min Piece/Increment 100,000.00 / 1,000.00 Par Amount 1,000.00 Book Runner JOINT LEADS Exchange Multiple					

Vir: Podatkovna baza Bloomberg, lastna obdelava.

Obveznica "UBS 4 ¾ 02/12/26" predvideva odpis celotne glavnice v primeru sprožilnega dogodka. Za vrednotenje možnosti odpisa glavnice model predvideva združitev metodologije vrednotenja CDS pogodb in metodologije vrednotenja opcij. Vrednotil bom digitalno opcijo, pri kateri sprožilec nastopi s padcem tržne cene delnice pod določen nivo, ki ga bomo definirali v nadaljevanju. Natančneje, uporabil bom digitalno PUT opcijo, ki izplača 100 odstotkov vrednosti v primeru, da cena delnice pade pod določen izvršilni nivo opcije (angl. *Strike price*). Celotni model je sestavljen iz štirih glavnih korakov, ki jih podrobneje opredeljujem v nadaljevanju.

4.2.1 Korak 1 - izračun verjetnosti neizpolnjevanja obveznosti

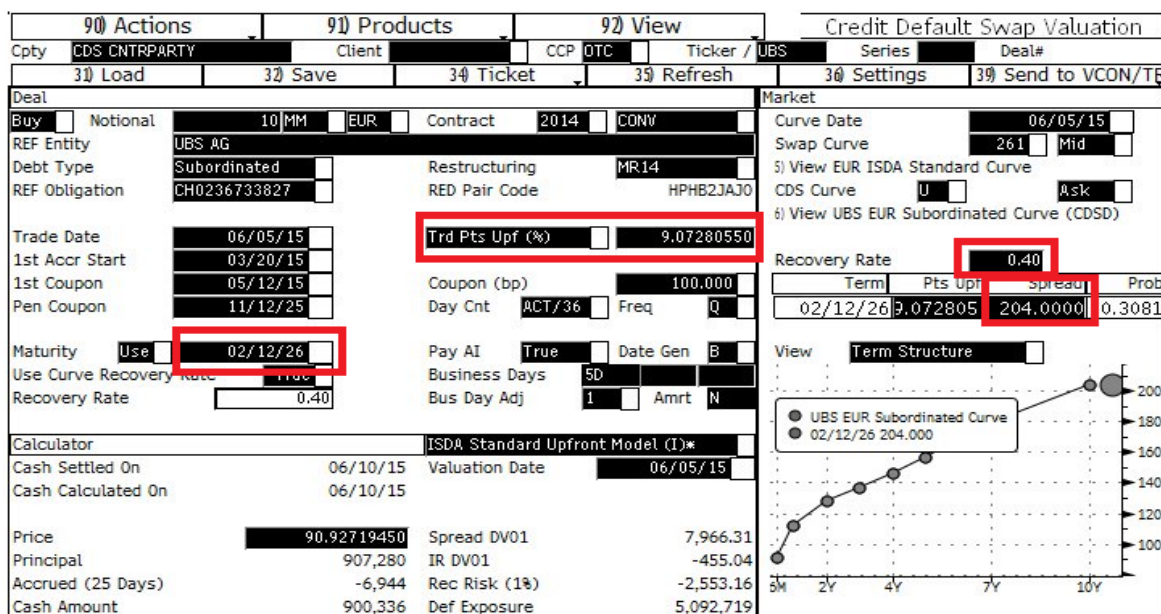
Z uporabo podatka o pribitku zamenjave kreditnega tveganja (CDS), s katerim se trguje na trgu, lahko izračunamo implicirano verjetnost neizpolnjevanja obveznosti (angl. *Implied Default Probability*). Na finančnih trgih se uporablja standardni model za implikacijo verjetnosti neizpolnjevanja obveznosti, pri katerem si pomagamo s CDS.

S pomočjo funkcije »CDSW« na Bloombergu, ki uporablja Hull in White (2000) model vrednotenja CDS, izračunamo premijo za sklenitev pogodbe CDS, ki jo je potrebno plačati vnaprej. Pri sklenitvi 10-letne zamenjave kreditnega tveganja (CDS) za banko UBS znaša tržni pribitek 204 bazične točke, kar je razvidno s spodnje slike 13. To je enakovredno vrednosti 9,07 % od zavarovalne vrednosti kot vnaprejšnjemu strošku, ki ga je potrebno

plačati za zavarovanje. Gre za CDS pogodbo, ki nam jamči za izplačilo 60 % vrednosti glavnice v primeru kreditnega dogodka. Standardna stopnja pokritosti izgube znaša 40 % (angl. *Recovery Rate*).

Za naš primer vrednotenja pogojnega kapitala potrebujemo izračun vnaprejšnjega stroška CDS pogodbe ob predpostavki, da nam jamči za izplačilo 100 % vrednosti glavnice. Gre za preprost izračun prikazan spodaj, kjer upoštevamo izplačilo po pogodbi v višini 100 % in ne 60, kot je običajno.

Slika 13: Vnosna maska za vrednotenje CDS pogodb na Bloomberg terminalu



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, lastna obdelava.

Premija, ki jo je potrebno plačati vnaprej, v našem primeru znaša $9,07/60\% = 15,11\%$. Če bi torej plačali 15,11 % od zavarovalne vrednosti danes, bi imeli v lasti zavarovanje za pogodbo CDS s 100 % izplačilom v primeru kreditnega dogodka. »CDSW« Bloomberg masko s poudarjenimi spremenljivkami, ki jih potrebujemo za izračun, prikazuje slika 13.

4.2.2 Korak 2 - impliciranje porazdelitve cen lastniškega kapitala

S kombiniranjem implicirane verjetnosti neizpolnjevanja obveznosti z opcijskim modelom za delnice lahko izračunamo porazdelitev cen lastniškega kapitala. Predpostavljamo normalno porazdelitev cen lastniškega kapitala, pri čemer implicirana volatilitnost opcij določa obliko porazdelitve. Volatilitnost izračunamo pri predpostavki call opcije 95 % izven trenutne tržne cene (angl. *Out of the money*).

Drugi korak vključuje oceno porazdelitve tečajev delnic. Uporabili bomo normalno logaritemsko porazdelitev tečajev delnic. Gre za ugotavljanje volatilitosti delnic. Pri

izračunu uporabimo »OV« funkcijo pri Bloombergu, ki uporablja Black & Scholes model za vrednotenje opcij. Ta omogoča izračun cene in ostalih parametrov pri vseh vrstah opcij. Za primer vrednotenja bomo uporabili digitalno opcijo. Digitalna opcija izplača fiksni znesek, navadno 100 odstotkov, če cena delnice doseže vnaprej določen nivo. Pri izračunu sem uporabil predpostavko, da padec cene na določen nivo pomeni kreditni dogodek za banko. Po predpostavki bo pri padcu cene lastniškega kapitala prišlo do neizpolnjevanja obveznosti. Zahtevan nivo sem postavil pri 95 % odstopanju od trenutnega tečaja delnice UBS¹⁹ saj gre za predpostavko. Medtem ko v praksi do neizpolnjevanja obveznosti najverjetneje pride, ko lastniški kapital doseže vrednost 0, to ni možno pri modelu z normalno logaritemsko porazdelitvijo. Pri tem modelu tečaj delnic ne more nikoli doseči vrednosti nič, zato izberemo nivo, ki je blizu tej vrednosti.

Da bi lahko implicirali porazdelitev tečaja delnic, uporabimo digitalno opcijo z izklicno ceno 95 % stran od trenutnega tržnega tečaja (OTM – Out of the money). Ta opcija bo v celoti izplačana pri ceni, kjer CDS pogodba izplača 100 % vrednosti glavnice v primeru neplačila. V prvem koraku smo izračunali, da znaša vnaprejšnji strošek 15,11 %. Kot je razvidno s slike 14 spodaj, znaša stopnja volatilitosti, ki predstavlja vmesni rezultat v celotnem procesu vrednotenja 41,62 %. Podatek o volatilitosti bomo uporabili v nadaljevanju, pri določitvi cene opcije.

Slika 14: Vnosna maska za vrednotenje opcij na Bloomberg terminalu

31 Pricing	32 Scenario	33 Matrix	34 Volatility				
Underlying	UBSM SW Equity	UBS AG-REG		Trade	06/08/2015	08:39	
Und. Price	Mid	20.3	CHF	Settle	06/08/2015		
Results							
Price (Total)	0.15	Currency	CHF	Vega	0.01	Time value	-
Price (Unit)	0.1511	Delta (%)	-0.17	Theta	0.00	Gearing	6.62
Price (%)	15.1100	Gamma (%)	0.0030	Rho	0.00	Break-Even (%)	-
Digital	...	Leg 1					
Style		Digital					
Payoff type		Cash					
Call/Put		Put					
Direction		Buy					
Strike		1.02					
Strike	% Money	95.00% OTM					
Payoff	CHF	1.00					
Expiry		02/12/2026	17:35				
Time to expiry		3902	08:56				
Model		BS - continuous					
Vol	Implied	41.015%					
Forward	Carry	9.51					
CHF Rate	Annual	0.474%					
Dividend yield		11.669%					
Discounted div flow		11.26					
Borrow cost		0.000%					

Vir: Podatkovna baza Bloomberg, lastna obdelava.

¹⁹ 95 % OTM (angl. *Out of the Money Option*)

4.2.3 Korak 3 - določitev cene pri digitalni opciji s sprožilci konverzije

Z uporabo podatka o volatilnosti, izračunani v drugem koraku, v nadaljevanju izračunamo vrednost digitalne opcije, ki zagotavlja izplačilo, ko cena delnice doseže določeno raven. Ta raven je enakovredna sprožilcu pretvorbe pogojnega kapitala oziroma zamenjave CoCo obveznic v delnice.

Za simuliranje sprožilnega dogodka vrednotimo digitalno opcijo, ki izplača 100 % v primeru, da tečaj delnic pade pod določeno raven. Gre za predpostavko pričakovanega nivoja tečaja delnic v primeru, da temeljni lastniški kapital (Core Tier 1) pade pod raven, pri kateri se pretvori CoCo obveznica. Za namen prikaza tega vrednotenja sem izbral odklik 80 %²⁰ stran od trenutnega tržnega tečaja delnic na način, kot je opisano zgoraj. V primeru digitalne opcije gre za nivo 80 % OTM, kar je razvidno s spodnje slike 15. Raven tečaja delnic, ki jo izberemo za namen vrednotenja, se lahko razlikuje, saj gre za oceno. V našem primeru sem pri izbiri primerne nivoja izhajal iz zgodovinskih podatkov gibanja cene delnice UBSN VX v obdobju najvišje volatilnosti med letoma 2007 in 2012. Gre za lastno oceno in predpostavko, ki temelji na podatkih o volatilnosti cene v omenjenem obdobju. V modelu je mogoče uporabiti tudi drugo raven tečaja delnic.

S pomočjo Bloombergovega modela »OV«, ki uporablja Black&Scholes metodologijo za izračun vrednosti opcij in ravni volatilnosti iz koraka 2 lahko določimo ceno digitalne opcije s 100 % izplačilom, ko tržna cena delnice UBS pade za 80 % glede na trenutno raven. Prikaz poteka izračuna cene opcije z zgornjimi pogoji je na sliki spodaj.

Slika 15: Vnosna maska za vrednotenje opcij na Bloomberg terminalu

31 Pricing	32 Scenario	33 Matrix	34 Volatility				
Underlying	UBSN SW Equity	UBS AG-REG	Trade	06/08/2015	08:39		
Und. Price	Mid	20.3 CHF	Settle	06/08/2015			
Results							
Price (Total)	0.50	Currency	CHF	Vega	0.01	Time value	-
Price (Unit)	0.4962	Delta (%)	-0.28	Theta	0.00	Gearing	2.02
Price (%)	49.6196	Gamma (%)	0.0027	Rho	0.00	Break-Even (%)	-
Digital	Leg 1						
Style	Digital						
Payoff type	Cash						
Call/Put	Put						
Direction	Buy						
Strike	4.06						
Strike % Money	80.00% OTM						
Payoff	1.00						
Expiry	02/12/2026	17:35					
Time to expiry	3902	08:56					
Model	BS - continuous						
Vol	41.643%						
Forward	Carry	9.51					
CHF Rate	Annual	0.474%					
Dividend yield		11.669%					
Discounted div flow		11.26					
Borrow cost		0.000%					

Vir: Podatkovna baza Bloomberg, lastna obdelava.

²⁰ Lastna predpostavka

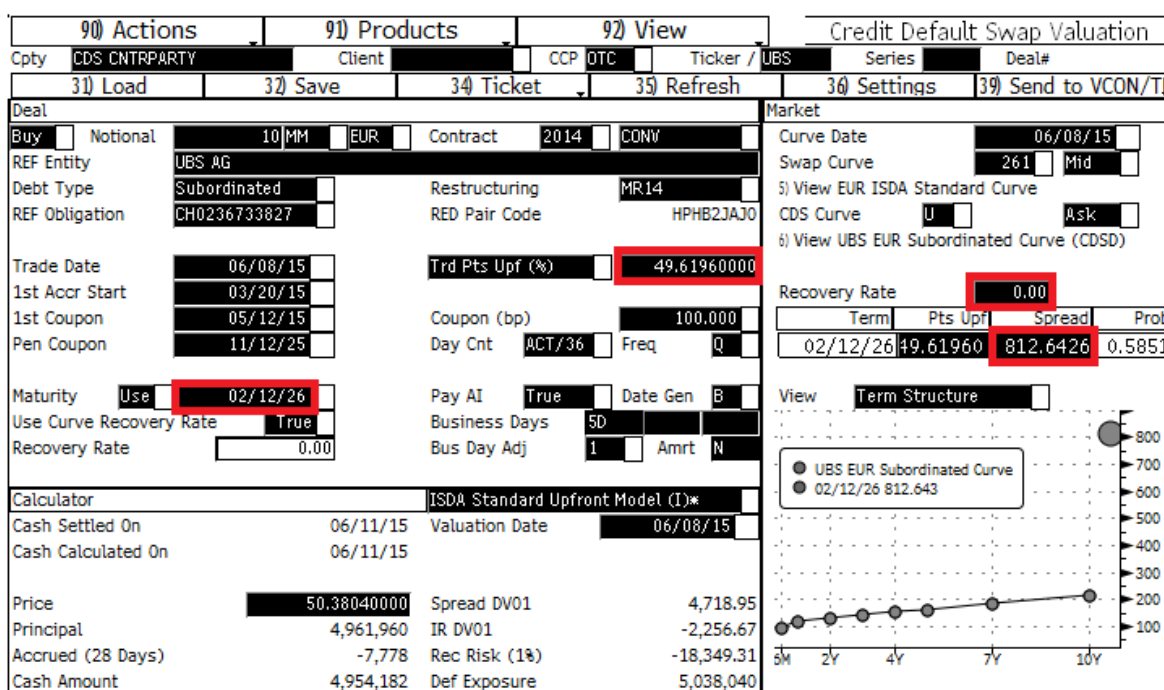
4.2.4 Korak 4 - izračun kreditnega pribitka

Izračunano premijo oziroma ceno, ki jo je potrebno plačati, pri opciji (tretji korak) v nadaljevanju uporabimo za pribitek pri vrednotenju CDS (prvi korak). Vrniti se je potrebno na model za vrednotenje CDS in strošek zavarovanja pri zamenjavi kreditnega tveganja nadomestiti z opcijsko premijo ob upoštevanju 100 % izplačila v primeru kreditnega dogodka.

V tretjem koraku smo vrednotili digitalno opcijo s 100 % izplačilom v primeru, da tečaj delnic pade za 80 % in doseže sprožilec. Sedaj želimo to vrednost prikazati kot pribitek, s pomočjo katerega bomo vrednotili CoCo obveznico banke UBS. Ceno opcije bi želeli v našem primeru izračunati in uporabiti kot pribitek in ne kot opcijsko premijo, ki se plačuje v enkratnem znesku. Za ta namen se vrnemo na »CDSW« Bloomberg vnosno masko. Kot je razvidno iz spodnje slike 16, uporabimo strošek zavarovanja pri zamenjavi kreditnega tveganja, ki je izračunan kot odstotek od zavarovalne vrednosti. Vrednost le-tega nadomestimo z opcijsko ceno, ki smo jo pridobili v prejšnjem koraku (Trd Pts Upf (%) = 49,62 %). V primeru sprožitve kreditnega dogodka prejmemo 100 % vrednosti.

S pomočjo simulacije kreditnega dogodka z digitalnimi opcijami v četrtem koraku pridemo do kreditnega pribitka 812 bt. To je pribitek, ki bi ga plačali, če želimo skleniti pogodbo s 100 % izplačilom v primeru sprožilnega dogodka oziroma če bi cena delnice padla za 80 %.

Slika 16: Izračun kreditnega pribitka s pomočjo maske za vrednotenje CDS



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, lastna obdelava.

Pri končnem izračunu CoCo pribitka uporabimo dve komponenti. Pri prvi uporabimo izračun vnaprejšnjega stroška CDS pogodbe ob predpostavki, da nam jamči za izplačilo 100 % vrednosti glavnice. V našem primeru uporabimo tržni pribitek 204 bt (prvi korak). Gre za CDS pogodbo, ki jamči za izplačilo 60 % vrednosti glavnice v primeru kreditnega dogodka. Pri izračunu upoštevamo izplačilo 100 % ($204/60 \% = 340$ bt).

Drugo komponento sestavlja kreditni pribitek nad CDS v višini 812 bt, ki smo ga izračunali v četrtem koraku. Kot smo omenili zgoraj, gre za pribitek, ki bi ga plačali, če želimo skleniti pogodbo s 100 % izplačilom v primeru sprožilnega dogodka.

Sedaj imamo znani obe komponenti, ki ju potrebujemo pri izračunu. Pribitek nad CDS, ki simulira kreditni dogodek s pomočjo digitalnih opcij znaša 812 bt in tržni CDS pribitek s 100 % izplačilom v primeru kreditnega dogodka 340 bt. Model predvideva izenačitev pomembnosti obeh komponent v izračunu zato vsaki dodelimo utež 50%. CoCo kreditni pribitek znaša $50 \% \times 812 \text{ bt} + 50 \% \times 340 \text{ bt} = 576 \text{ bt}$.

V zadnjem koraku izračunamo CoCo zahtevan donos do dospelja. V izračun je potrebno vključiti še netvegano obrestno mero in premijo za nelikvidnost. Za netvegano obrestno mero bom uporabil 11-letno srednjo obrestno zamenjavo (angl. *mid swap rate*), ki na dan vrednotenja znaša 1,15 %. Premijo za nelikvidnost sem določil pri 50 bt. Gre za arbitrarno predpostavko v izračunu.

Sedaj le še združimo vse komponente v končni izračun zahtevanega donosa.

CoCo zahtevan donos = CoCo kreditni pribitek + MID swap + premija za nelikvidnost
(8)

Na dan vrednotenja znaša 11-letna EUR obrestna zamenjava 115 bt, premija za nelikvidnost 50bt in modelsko izračunan kreditni pribitek 576 bt. Ocena zahtevanega donosa CoCo obveznice UBS 4 $\frac{3}{4}$ 02/12/26 po predstavljeni metodi znaša **7,41 %**. (= 576 bt + 115 bt + 50 bt).

Izračunana donosnost je precej nad trenutnim nivojem tržnih obrestnih mer, saj znaša tržni zahtevan donos na dan 5. 6. 2015 za obravnavano obveznico 3,16 odstotka. Kar je 425 bt nižje kot donos izračunan pri vrednotenju. Po mojem mnenju je možnih več različnih argumentacij, izpostavil pa bi naslednji dve. V modelu je prisotnih več arbitrarnih predpostavk, ki neposredno vplivajo na končni rezultat vrednotenja. K večjemu odstopanju pa pripomore tudi trenutno okolje ekstremno nizkih tržnih obrestnih mer v evrskem območju, ki verjetno ne odražajo oziroma zajemajo v celoti kreditnega tveganja do posameznega izdajatelja.

5 DOSEDANJA PRAKSA V MEDNARODNEM PROSTORU

Finančni trgi so se prvič поблиže spoznali s pogojnim kapitalom v obliki CoCo obveznic konec leta 2009 in v začetku leta 2010. Takrat sta prve instrumente pogojnega kapitala izdajala pionirja na tem področju britanska finančna skupina Lloyds in nizozemska Rabobank. Pri Lloyds ni šlo za klasično izdajo novih instrumentov, temveč za zamenjavo obstoječih instrumentov hibridnega kapitala s CoCo obveznico. Investitorji dejansko niso imeli možnosti izbire, saj je bančno zavarovalniška skupina prejela državno pomoč britanske vlade, ki jo je zavezovala k neizplačilu kuponov na obstoječe hibridne obveznice. Pogojni kapital v obliki Lower Tier II ECN²¹, ki ga je Lloyds izdala novembra 2009 v skupni vrednosti 7 milijard funtov, ima karakteristike, po katerih se preoblikuje v delnice banke pod pogojem, da najkvalitetnejši temeljni kapital banke (angl. *Core Tier I capital*) pade pod 5 odstotkov. Kot smo že omenili, so bili investitorji v CoCo obveznice Lloyds banke obstoječi investitorji, ki so imeli v lasti podrejene obveznice (angl. *hybrid capital*), od tega 30 odstotkov hedge skladov (Maes in Schoutens, 2012).

Rabobank je marca leta 2010 izdala drugačno različico pogojnega kapitala kot njena predhodnica Lloyds bank. Gre za SCN²² pogojni kapital z možnostjo direktne absorpcije izgube. Sprožilec je vezan na padec količnika kapitalske ustreznosti pod 7 odstotkov. V omenjenem primeru lastniki omenjenega instrumenta izgubijo 75 odstotkov nominalne vrednosti, preostalih 25 odstotkov pa se jih izplača v denarju. Izdaja v velikosti 1,25 milijarde evrov s kuponom 6,875 odstotka in zapadlostjo leta 2020 je bila med investitorji dobro sprejeta (Spiegeleer in Schoutens, 2011 c).

Po tem je na trgu kar nekaj časa vladalo nekakšno zatišje oziroma so banke čakale na odziv regulatorjev, bonitetnih agencij in pa tudi finančnih trgov. V drugi polovici leta 2010 je postala situacija z regulatornega vidika veliko bolj jasna, saj so bili predstavljeni novi evropski standardi minimalnih kapitalskih zahtev Basel III. Omenjeno regulativo so dobro sprejeli in še dodatno nadgradili v Švici, kar je bila predvsem posledica velikanskih izgub dveh največjih bank Credit Suisse ter UBS v letih 2008 in 2009. Februarja leta 2011 je bila prav švicarska Credit Suisse naslednja, ki je presenetila trg s 6 milijard švicarskih frankov vredno izdajo CoCo obveznic pod imenom Tier I BCN²³ (Lee, 2011). V tem primeru je šlo za zaprto izdajo, pri kateri sta bila kupca vnaprej dogovorjena. Kot navaja Nicholson (2011), gre za dve investicijski podjetji z bližnjega vzhoda, in sicer Qatar Holdings ter Olayan Group. Najbolj zanimiva pa je prav struktura obveznic, ki imajo kuponsko obrestno mero 9,5 odstotka in kar dva sprožilca namenjena konverziji v kapital v primeru nepredvidenih dogodkov. Prvi temelji na padcu količnika kapitalske ustreznosti, drugi in v tem primeru dodatni sprožilec pa ima v rokah švicarska agencija za nadzor finančnega trga FINMA²⁴. Konkretno konverzija omenjene obveznice v lastniški oziroma delniški kapital

²¹ ECN – Enhanced Capital Notes

²² SCN – Senior Contingent Notes

²³ BCN – Buffer Capital Notes

²⁴ FINMA – Swiss Financial Market Supervisory Authority

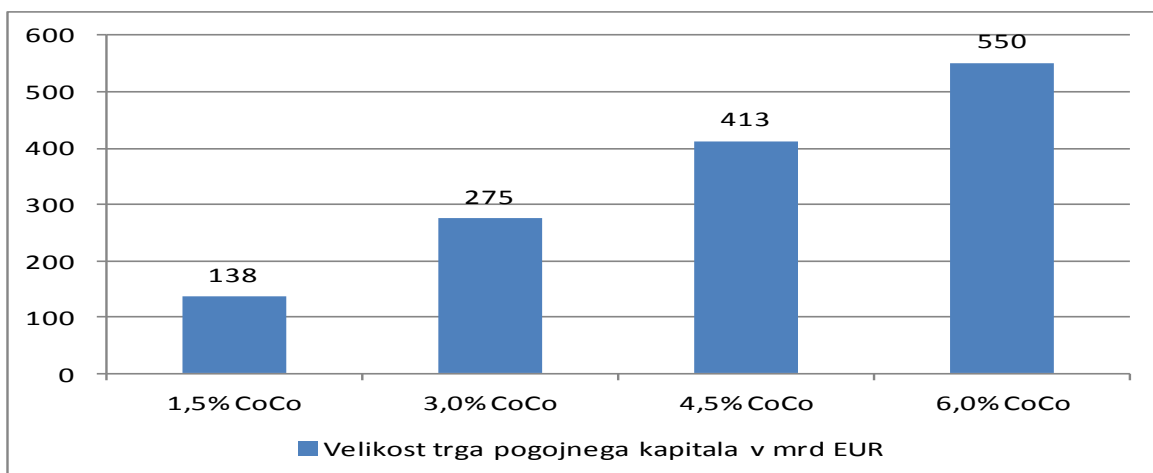
nastopi v dveh primerih. Prvič, da najkvalitetnejši temeljni kapital pade pod 7 odstotkov tveganju prilagojene aktive, in pa v primeru, da omenjena nadzorna institucija ugotovi nujnost dokapitalizacije oziroma državne pomoči za namen preprečitve nesolventnosti, bankrota ali nezmožnosti poplačevanja dolgov.

Le tri dni kasneje je Credit Suisse na trg prišla z novo, manjšo izdajo Tier II BCN, ki je bila namenjena širšemu krogu investitorjev. Dvomilijardno izdajo CoCo obveznic s kuponsko obrestno mero 7,875 odstotka in sprožilcem za konverzijo v delnice pri padcu najkvalitetnejšega Tier I kapitala pod 7 odstotkov so investitorji dobro sprejeli. Izdaja je bila kar 12-krat prevpisana (Hughes in Jenkins 2011).

Švicarska bančna velikanka UBS je februarja 2012 uspešno izdala hibridno obveznico s karakteristikami pogojnega kapitala. Gre za hibridni instrument dodatnega kapitala (angl. *Lower Tier II*) z možnostjo odpisa dela ali celotne glavnice, ki ustreza Basel III regulativi. V skladu s prospektom se sprožilec za pretvorbo glavnice v lastniški kapital sproži v primeru znižanja najkvalitetnejšega Tier I kapitala pod 5 odstotkov. Dospelost instrumenta je 10 let z možnostjo odpoklica po 5 letih. Za dvomilijardno izdajo, denominirano v ameriških dolarjih, je morala UBS investitorjem ponuditi kupon v višini 7,25 odstotka. To je le 200 bazičnih točk več, kot so v trenutku izdaje investitorji na trgu vrednotili instrumente dodatnega kapitala brez možnosti odpisa glavnice, izdane s strani banke UBS. Po informacijah s strani banke izdajateljice naj bi med kupci prevladovali privatni in institucionalni investitorji iz Evrope in širšega področja Azije (Durand, 2012).

Ocena potencialne velikosti trga pogojnega kapitala je dokaj nevhvaležna naloga. Po Basel III kapitalskih standardih znaša dodatni temeljni Tier I in Tier II kapital skupaj 6 odstotkov tveganju prilagojene aktive. Kot navaja Zähres (2011, str. 12), del tega dodatnega kapitala predstavljajo tudi instrumenti pogojnega kapitala. Spodnja slika 17 prikazuje štiri scenarije obsega pogojnega kapitala glede na tveganju prilagojeno aktivo 25 največjih bank v Evropi v letu 2011. Na podlagi predpostavk, ki jih navaja Zähres (2011), lahko predpostavljamo potencialno velikost evropskega trga pogojnega kapitala med 138 milijard EUR (1,5 % scenarij) in 550 milijard EUR (6 % scenarij).

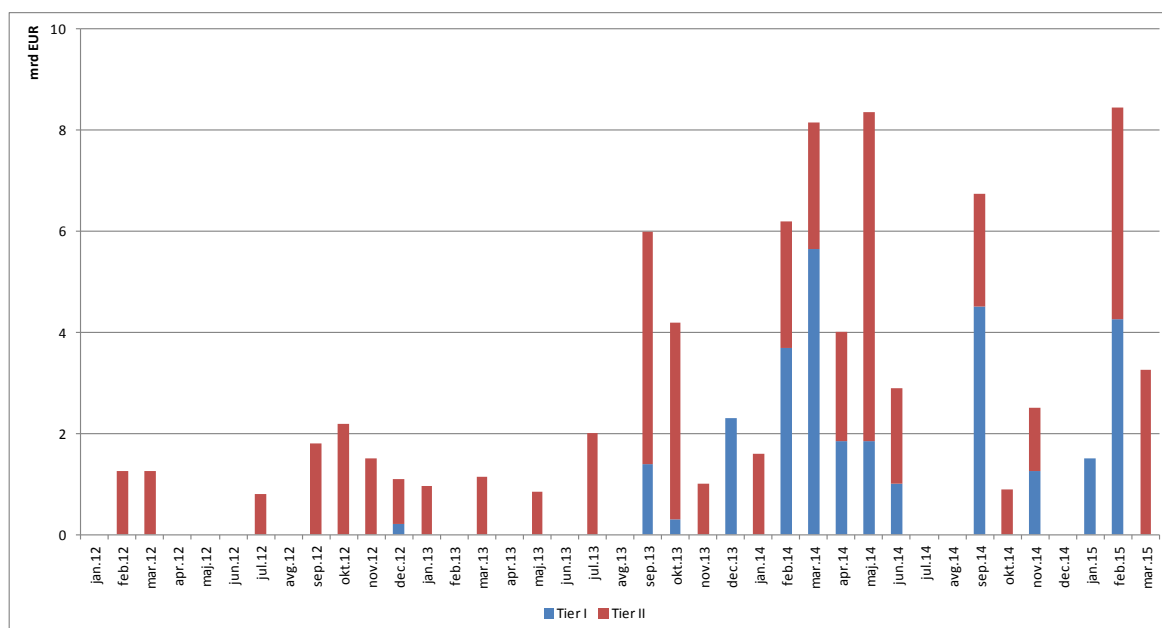
Slika 17: Izračun velikosti trga pogojnega kapitala ob upoštevanju predpostavke odstotka v celotnem kapitalu banke



Vir: M. Záhres, *Contingent Convertibles: Bank bonds take on a new look*. Deutsche Bank Research, 2011, str. 13.

Primarni trg pogojnega kapitala je bolj zaživel od leta 2013 naprej, ko beležimo povišano aktivnost novih izdaj. To je lepo razvidno iz slike 18. K temu je pripomoglo predvsem okolje ekstremno nizkih tržnih obrestnih mer in posledično pomanjkanje investicijskih priložnosti. Zniževanje obrestnih mer in kreditnih pribitkov na vseh segmentih EUR obvezniških trgov so izdajatelji seveda s pridom izkoristili in na ta način z novimi izdajami znižali strošek kapitala, ki ga plačujejo za pogojni kapital. Trg je pravzaprav na nek način eksplodiral leta 2014, saj se je vrednost vseh novih izdaj ustavila blizu 85 milijard EUR (Odea, 2015).

Slika 18: EU izdaje instrumentov, primernih po Basel III regulativi od leta 2010



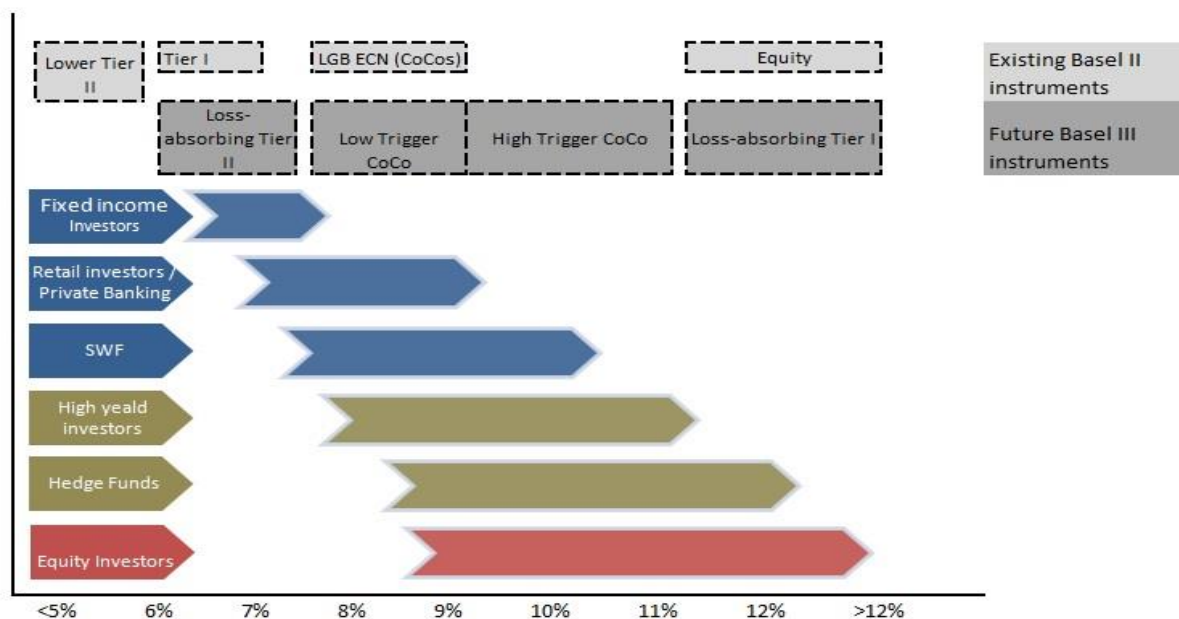
Vir: Podatkovna baza Bloomberg, lastna obdelava.

5.1 Potencialni investitorji

Odea (2015) navaja, da nekateri tržni udeleženci napovedujejo rast trga instrumentov pogojnega kapitala do leta 2022 do 1000 milijard evrov, kar je precej več od zgornjih predpostavk glede na delež v kapitalu. Zaradi novih kapitalskih zahtev po Baslu III in postopno nižjega upoštevanja obstoječih Tier I in Tier II hibridnih instrumentov v kapital bank bodo le-te počasi primorane v zamenjavo obstoječih instrumentov z novimi.

Dosedanji kupci hibridnih instrumentov bank so bili po večini vlagatelji v dolžniške vrednostne papirje. Izdajatelji pogojnega kapitala se zavedajo, da potencialna konverzija oziroma odpis dela ali celotne glavnice v lastniški kapital odvrata nekatere dosedanje investitorje. Problem pri vlagateljih nastane tudi v primeru, da instrument pogojnega kapitala nima bonitetne ocene oziroma je le-ta prenizka. Kot navaja Razboršek (2011), bo nabor investitorjev tako predvsem odvisen od tega, ali bodo bonitetne agencije novim oblikam hibridnih instrumentov določale bonitetno oceno in ali bodo ti instrumenti vključeni v razne indekse. Prav bonitetna ocena in indeksna uvrstitev sta dva izmed ključnih pogojev, da bi bili med potencialnimi investitorji poleg investitorjev, ki niso podrejeni regulatornim zahtevam (hedge skladi, zasebni investitorji in skladi), tudi razni skladi, ki so vezani na svoje naložbene politike in regulatorne zahteve.

Slika 19: Potencialni investitorji in zahtevani donosi na izbrane kapitalske instrumente



Vir: Pazarbasioglu et al., *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*, 2011, str. 32.

Kot navaja IMF (Pazarbasioglu et al., 2011), naj bi glavnino investitorjev pri CoCo obveznicah predstavljali hedge skladi, skladi z visokim zahtevanim donosom (angl. *high yield skladi*), zavarovalnice, investitorji v lastniški kapital ter ne nazadnje tudi mali vlagatelji. Zadnje naj bi privabila predvsem višja kuponska obrestna mera oziroma višji

zahtevan donos kot pri klasičnih obveznicah istega izdajatelja. Kot rečeno, so hedge skladi profil investitorja, ki naj bi kupil največ pogojnega kapitala v naslednjih letih. Ismail (2010) navaja, da so prvi CoCo skladi že ustanovljeni. Londonski hedge sklad Algebris je leta 2011 predstavil sklad, osredotočen le na CoCo obveznice. Za vlagatelje naj bi bil zanimiv predvsem zaradi potencialnih atraktivnih donosov. Kot navajata Brennan in de Longevialle (2010), regulativa Solventnost II (angl. *Solvency II*) tudi zavarovalnicam omogoča udeležbo pri nakupu CoCo obveznic.

5.2 Pogled bonitetnih agencij na instrumente pogojnega kapitala

Kot sem omenil zgoraj, je za investitorje v dolžniške vrednostne papirje med drugim zelo pomembno, da imajo instrumenti pogojnega kapitala svojo bonitetno oceno ter so vključeni v obvezniške indekse. Možnost vključevanja v indeks pa je v večini primerov pogojena prav z bonitetno oceno instrumenta in pa velikostjo izdaje. Pristop, po katerem bonitetne agencije ocenjujejo CoCo obveznice, bo pomembno prispeval k tržnosti in likvidnosti instrumentov na sekundarnem trgu. Največ težav je opaziti pri metodologiji za določanje verjetnosti konverzije in s tem povezanimi nižanji bonitetnih ocen instrumentov.

Bonitetna agencija Fitch Ratings je novembra 2010 prva javno objavila namero in pripravljenost na določanje kreditne ocene instrumentom pogojnega kapitala (Alloway, 2010). Po besedah agencije naj ne bi imeli problemov z vrednotenjem hibridnih instrumentov, ki pridejo v poštev po Basel III kapitalskih standardih. Kreditno oceno dodeljujejo tako instrumentom z možnostjo konverzije glavnice v kapital kot tudi instrumentom, pri katerih gre za odpis dela glavnice. Pričakujejo tudi večjo frekvenco sprememb bonitetnih ocen kot pri navadnih nezavarovanih obveznicah istega izdajatelja. Kot navaja Alloway (2010), se pri Fitchu kreditna ocena za instrumente pogojnega kapitala formira najmanj tri stopnje pod kreditno oceno finančne institucije, ki izdaja instrument. Na ta način lahko izdajatelj z boniteto A- izda finančni instrument s karakteristikami pogojnega kapitala, ki bi mu bila po tej analogiji dodeljena ocena največ BBB-, kar je še vedno v območju primerne za investiranje (angl. *investment grade rating*) oziroma v dosegu vlagateljev, ki so navzdol omejeni z omenjeno kreditno oceno. Pri dodeljevanju bonitetne ocene instrumentom z visokim sprožilcem, ki se sprožijo v primeru, da količnik najkvalitetnejšega kapitala pade pod 7 odstotkov, se kreditna ocena formira najmanj štiri stopnje pod kreditno oceno finančne institucije.

Tudi bonitetna agencija Standard&Poor's je konec leta 2010 predstavila svojo metodologijo vrednotenja instrumentov pogojnega kapitala. Tako kot Fitch so tudi oni dokaj zgodaj pričeli dodeljevati kreditne ocene vsem vrstam CoCo instrumentov. Tako tistim z možnostjo konverzije v delnice kot tudi tistim s potencialnim delnim ali celotnim odpisom glavnice. Kot navaja agencija S&P (Bank Hybrid Capital Criteria: Methodology and Assumptions, 2010), bodo CoCo obveznice in ostale nove oblike Tier I hibridnih instrumentov ocenjene s kreditno oceno, ki bo najmanj tri stopnje nižja od ocene,

dodeljene izdajatelju vrednostnega papirja. Navedeno velja v primeru, kadar je bonitetna ocena izdajatelja primerna za investiranje (angl. Investment grade Rating), ali drugače, biti mora vsaj BBB-. V nasprotnem primeru se ocena za instrument pogojnega kapitala oblikuje vsaj štiri stopnje nižje od bonitetne ocene izdajatelja. Razlogi za oblikovanje ocene več kot štiri stopnje nižje naj bi bili predvsem višja medletna nihanja čistega dobička banke ter neizplačilo dividend. Le-to naj bi nakazovalo na možno kapitalsko podhranjenost finančne institucije. V primeru, da sprožilec pri CoCo obveznici bazira na spremembi bonitetne ocene izdajatelja, je ta po mnenju S&P še posebej občutljiva in dovzetna za spremembe. Obveznici z naštetimi karakteristikami je lahko dodeljena najvišja ocena CCC.

Tabela 8: Smernice vrednotenja CoCo obveznic

Fitch	Moody's	S&P
Minimalno tri stopnje pod bonitetno oceno izdajatelja. V primeru visokega sprožilca lahko tudi več.	Tri stopnje pod bonitetno oceno izdajatelja v primeru, da se le-ta nahaja v območju, primernem za investiranje (Angl: <i>investment grade area</i>). Štiri stopnje pod bonitetno oceno izdajatelja, če se nahaja izven območja, primernega za investiranje (Angl: <i>sub-investment grade area</i>). V primeru neizplačila dividend ali katerega drugega dejavnika je lahko dodeljena tudi nižja ocena.	S&P navaja, da bodo CoCo obveznice in ostale nove oblike Tier I hibridnih instrumentov ocenjene s kreditno oceno, ki bo najmanj tri stopnje nižja od ocene, dodeljene izdajatelju vrednostnega papirja. Nagibajo se k temu, da bonitetna ocena pogojnega kapitala zaradi svoje strukture ne bi smela biti v območju, primernem za investiranje (<i>sub-investment grade area</i>).

Vir: A. Donnellan, *Moody's looks to cash in on lucrative CoCo business, 2014, str. 2* in T. Alloway, *Will rate CoCo bonds for food, 2010, str. 1-2*.

Bonitetna agencija Fitch je dodelila CoCo obveznici, izdani s strani Credit Suisse z oznako CS 7 ½ 12/29/49, oceno BBB+. Navedena ocena je štiri stopnje pod kreditno oceno banke izdajateljice, vendar še vedno v območju, primernem za investiranje. Kreditna ocena je dodeljena v skladu z analogijo agencije, ki za instrumente z visokim sprožilcem predvideva oceno, ki se oblikuje vsaj štiri stopnje pod oceno banke. Hipotetično lahko sklepamo, da bi ob izdaji instrumenta z nizkim sprožilcem in podobnimi karakteristikami Fitch dodelil oceno A-, kar je ena stopnja višje.

Tabela 9: Kreditne ocene in donosnosti CoCo obveznic nekaterih EU bank

Banka	Vrednostni papir	Valuta	Zapadlost	Kreditna ocena (CoCo)	Zahtevan donos do dospetja (%)
Lloyds bank	LLOYDS 6 3/8 06/27/49	EUR	Brez dospetja	BB-	5,10
KBC bank	KBCBB 5 5/8 03/29/49	EUR	Brez dospetja	BB	5,30
Credit Suisse	CS 7 1/2 12/29/49	USD	Brez dospetja	BB	6,45
UBS	UBS 5 3/4 12/29/49	EUR	Brez dospetja	BB	6,45
Société Générale	SOCGEN 6 3/4 04/07/49	EUR	Brez dospetja	BB	6,10
Unicredit	UCGIM 6 3/4 09/29/49	EUR	Brez dospetja	BB-	7,00
Deutsche bank	DB 6 05/31/49	EUR	Brez dospetja	BB	6,00
Santander	SANTAN 6 3/8 05/29/49	USD	Brez dospetja	BB+	6,50

Vir: Podatkovna baza Bloomberg, lastna obdelava.

Kot smo prikazali v zgornji tabeli 9, so instrumenti pogojnega kapitala v večini primerov ocenjeni z bonitetno oceno nižje, kot seže območje, primerno za investiranje, oziroma vsaj BBB- po Fitch in S&P ter Baa3 po Moody's. Pomembna je predvsem čim boljša kreditna ocena finančne institucije, ki želi izdati naveden instrument. Omenjena ugotovitev je zelo pomembna za nadaljnji razvoj trga instrumentov pogojnega kapitala, saj zelo povečuje potencialni nabor investitorjev, katerih glavno vodilo pri izbiri instrumentov je prav kreditna ocena.

SKLEP

Globalna finančna kriza, ki smo ji bili priča v preteklih letih, je dodobra izpostavila vse bistvene pomanjkljivosti Basel II kapitalskih standardov in minimalnih kapitalskih zahtev. Gre za neke vrste povod, da so se regulatorne institucije odzvale in pripravile niz ukrepov za izboljšanje kapitalskih standardov, med drugim tudi z uvedbo pogojnega kapitala kot enega od načinov preprečitve kapitalne krize v finančnih institucijah. Nove vrste in oblike kapitala, ki jih uvajajo prenovljeni Basel III standardi, so kompleksnejše v primerjavi s hibridnimi kapitalskimi instrumenti, ki so bili v uporabi pred tem. Vendar pa prav zaradi bolj jasnih pogojev možnosti absorpcije te vrste kapitala v delujočem stanju banke (angl. *going concern*) po mojem mnenju veliko bolje služijo svojemu namenu v za banko stresnih situacijah. Kompleksnost pogojnega kapitala se najbolj odraža pri vrednotenju. Poznavanje pristopov k vrednotenju in ocenjevanju vrednosti je zelo pomembno za razvoj tega naložbenega razreda, tako z vidika investitorjev kot tudi izdajateljev. Velik nabor različnih izvedenk in karakteristik instrumenta ter možne predpostavke pri modeliranju sprožilca pripomorejo k zahtevnosti izbire postopka in samega modela vrednotenja.

V luči trenutnega regulatornega razvoja bodo banke po vsej verjetnosti tudi v prihodnje še naprej poviševale oziroma vsaj ohranjale zahtevan nivo temeljnega kapitala. Dodatni temeljni kapital, namenjen večji kapitalski trdnosti in potencialni absorpciji izgube, bodo finančne institucije tudi v prihodnje zagotavljale tako z izdajo novih delnic kot tudi z drugimi Basel III komplementarnimi instrumenti. Na tem mestu je potrebno poudariti, da instrumenti pogojnega kapitala niso in verjetno nikoli ne bodo enako dostopni za vse izdajatelje. Poleg slabše bonitetne ocene predstavljajo veliko težavo za nekatere potencialne izdajatelje tudi slabe izkušnje investitorjev v preteklih letih. Nekatere države so z ad hoc spremembo zakonodaje veliko pripomogle k delnemu ali celotnemu odpisu glavnice določenih hibridnih kapitalskih instrumentov, primernih po Basel II regulativi.

Predpogoj za nadaljnji razvoj trga CoCo obveznic je seveda zanimanje vlagateljev. Glede na dosedanjo aktivnost na primarnem trgu ter interes investitorjev za trgovanje na sekundarnem trgu v evropskem prostoru menim, da se za prihodnost tega naložbenega razreda ni treba bati.

LITERATURA IN VIRI

1. Alloway, T. (2010, 9. november). Will rate CoCo bonds for food. Najdeno 12. avgusta 2015 na spletnem naslovu <http://ftalphaville.ft.com/2010/11/09/398811/will-rate-coco-bonds-for-food/>
2. Avdjiev, S., Kartasheva, A., & Bogdanova, B. (2013). *CoCos: a primer*. Basel: BIS Quarterly Review. September 2013.
3. Basel III Handbook (2012) Najdeno 15. marca 2015 na spletnem naslovu [http://nstore.Basel III Handbook.com/IM/FinancialServices/BaselIII HandbookLibrary/data/pdf/basel_three_handbook.pdf](http://nstore.BaselIIIHandbook.com/IM/FinancialServices/BaselIIIHandbookLibrary/data/pdf/basel_three_handbook.pdf)
4. Basel Committee on Banking Supervision (2011). *Definition of capital – Frequently asked questions*. Basel: Banka za mednarodne poravnave, 2011. Najdeno 15. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/bcbs204.pdf>
5. Bebchuk, L., Cohen, A., & Spamann, H. (2010) *The wages of failure: Executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008*. Cambridge: Harvard Law School.
6. Buergi, M. (2012) *A tough nut to crack: On the pricing of capital ratio triggered contingent convertibles*. Zuerich: Department of Banking and Finance, University of Zurich.
7. Deventer, D. (2011, 7. julij). Case Studied in Liquidity Risk: JP Morgan Chase, Bear Stearns and Washington Mutual. Najdeno 18. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.kamakuraco.com/Blog/tabid/231/EntryId/306/Case-Studies-in-Liquidity-Risk-JPMorgan-Chase-Bear-Stearns-and-Washington-Mutual.aspx>
8. Donnellan, A. (2014, 2. maj). Moody's looks to cash in on lucrative CoCo business. *Reuters*. Najdeno 20. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.reuters.com/article/2014/05/02/moodysbonds-idUSL6N0NO1MV20140502>
9. Drose, C. (2013) *Contingent Capital Notes*. Frankfurt: DZ Bank.
10. Durand, H. (2012, 10. februar). UBS CoCo to be permanent write-down litmus test. *Reuters*. Najdeno 10. februarja 2015 na spletnem naslovu <http://www.reuters.com/article/2012/02/10/ubs-contingent-capitalidUSL5E8D9B1T20120210>
11. European Commission MEMO (2013). *Capital Requirements – CRD IV/CRR – Frequently Asked Questions*. Brussels: European Commission 2013.
12. ETF indeksni skladi. (b.l.) V Podatkovna baza Bloomberg. Najdeno 12. februarja 2015.
13. Flannery, M., & Perotti, E. (2011). *Coco Design as a Risk Preventive Tool* (DSF policy paper no. 11). Amsterdam: Duisenberg school of finance.
14. Flannery, M. (2009). *Stabilizing large financial institutions with contingent capital certificates*. Miami: University of Florida.
15. Henriques, R., & Doctor, S. (2011). *Making cocos work*. London: J.P. Morgan.
16. Herring, R., & Calomiris, C. (2011, 21. april). *Why and How to design a Contingent Convertible Debt Requirement*. Najdeno 29. marca 2014 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1815406
17. Hughes, J., & Jenkins, P. (2011, 14. februar). *Credit Suisse to test coco market with 7bn USD issue*. Najdeno 11. novembra 2014 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/aaa9e006-380a-11e0-8257-00144feabdc0.html#axzz3knPOppx5>
18. Hull, J., & White, A. (2000) *Valuing Credit Default Swaps: No counterparty default risk*. Toronto: University of Toronto.
19. Ismail, N. (2010, 6. december) *Algebris plans hedge funds betting on cocos*. Najdeno 11. maja 2014 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/news/articles/2010-12-07/algebris-plans-hedge-funds-betting-on-banks-cocos-debt-emerging-markets>
20. Koziol, C., & Lawrenz, J. (2011). *Contingent Convertibles. Solving or seeding the next banking crisis?* Najdeno 12. avgusta 2014 na spletnem naslovu <https://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v36y2012i1p90-104.html>

21. Lanz, M., & Favre, O. (2012). *Basel III – New Regulatory Capital Regime for Swiss Banks*. Zuerich. Schellenberg Wittmer.
22. Lee, P. (2011, 2. maj). *Contingent convertibles: Credit Suisse deal marks breakthrough*. Najdeno 13. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.euromoney.com/Article/2780574/Contingent-convertibles-Credit-Suisse-deal-marks.html>
23. Maes, S., & Schoutens, W. (2012, 1. februar). *Contingent capital: an in-depth discussion*. Najdeno 12. marca 2014 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=1653877> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1653877>
24. McDonald, R. (2011). *Contingent capital with a dual price trigger*. Evanston: Northwestern University.
25. Merc, P. (2012). Primerjalnopravni in problemski vidiki izdaje potencialnega kapitala. *Bančni vestnik*, 61(1/2), 28–33.
26. Traversini, S., Havlicek, B., Lamonte, M. (2014). *Additional Tier 1 Contingent Capital: Securities have common features, but structural differences pose degrees of credit risk to investors*. Moodys Investors Service. London: Moodys.
27. Nicholson, C. (2011, 14. februar). *Credit Suisse issues about 6 Billion in Contingent Bonds*. Dealbook. Najdeno 12. avgusta 2015 na spletnem naslovu http://dealbook.nytimes.com/2011/02/14/credit-suisse-issues-6-2-billion-in-coco-bonds/?_r=0
28. Nicolaides, M., Myers, C., Reyes, R. (2012, 24. julij). *Contingent convertible bonds in the European Union: Structuring considerations and current legal issues*. Lathan&Watkins LLP. Najdeno 18. decembra 2014 na spletnem naslovu <https://www.lw.com/thoughtLeadership/contingent-convertible-bonds-eu&prev=search>
29. Odea, C. (2015, 1. april) *Investors warm up to bank contingent convertible bonds*. Investment&Pensions Europe. Najdeno 12. maja 2015 na spletnem naslovu <http://www.ipe.com/reports/investors-warm-up-to-bank-contingent-convertible-bonds/10007299.fullarticle>
30. Ofinger, S. (2012). *A Valuation Concept for CoCo Bonds*. St. Gallen: Institute for Operations Research and Computational Finance.
31. Onofrej, P. (2013). *Managing the regulatory transition CRR/CRD IV*. Dunaj: Raiffeisen Research.
32. Pazarbasioglu, C., Zhou, J., Le Lesle, V., & Moore, M. (2011). Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features. *IMF staff discussion note* SDN 11/01. Najdeno 7. januarja 2014 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1101.pdf>
33. Pitt, L., Hindlian, A., Lawson, S., & Himmelberg, C. (2011). *Contingent capital: Possibilities, problems and opportunities*. New York: Goldman Sachs.
34. Razborssek, K. (2011). *Pogojni kapital – rešitev hibridnih instrumentov*. Bančni vestnik, 60(9), str. 26–31.
35. Rochet, J. (2014) *The Extra Cost of Swiss Banking Regulation*. Swiss finance institute, Zuerich.
36. Ryback, W. (b.l.) *Case Study on Bear Stearns*. Toronto Leadership Centre. Najdeno 7. januarja 2015 na spletnem naslovu <http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/02BearStearnsCaseStudy.pdf>
37. Shang, K. (2013). *Understanding Contingent Capital*. Arlington: Casualty Actuarial Society.
38. Spiegeleer, J., & Schoutens, W. (2011 a). *Pricing Contingent Convertibles: A derivatives Approach*. Department of Mathematics, Katholieke Universiteit Leuven.
39. Spiegeleer, J., & Schoutens, W. (2011 b). *The Handbook of Convertible Bonds: Pricing, Strategies and Risk Management*. The Wiley Finance series.
40. Spiegeleer, J., & Schoutens, W. (2011 c). *Contingent Convertible (CoCo) Notes: Structure and Pricing*. Euromoney.
41. S&P Rating Services (2010). *Bank Hybrid Capital Criteria: Methodology and Assumptions*. New York: S&P Rating Services.

42. S&P Rating Services (2011, 9. november). *Banks: Rating Methodology and Assumptions*. Najdeno 23. oktobra 2014 na spletnem naslovu http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Events_US/US_FI_Event_5111210.pdf
43. *The Wall Street Journal*. Najdeno 23. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052970203914304576630742911364206>
44. Thomas, D. (2013, 19. marec). *The collapse of Bear Stearns: Five years on*. Najdeno 25. januarja 2015 na spletnem naslovu <http://www.efinancialnews.com/story/2013-03-19/bear-stearns-timeline-five-years-on>
45. Von Furstenberg, G. (2011). *Contingent capital to strengthen the private safety net for financial institutions: Cocos to the rescue?* Frankfurt: Deutsche Bundesbank.
46. Welsh, C., Fried, J. (2011). *CRD IV: the European response to Basel III and the impact on Tier 1 and Tier 2 bank capital*. London: Linklaters Research
47. Zähres, M. (2011). *Contingent Convertibles: Bank bonds take on a new look*. Frankfurt: Deutsche Bank Research

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Tabela ocen kreditnega tveganja treh največjih bonitetnih agencij	1
Priloga 2: Izpis dodatnih karakteristik obveznice »UBS 4 ¾ 02/12/26«.....	1

Priloga 1: Tabela ocen kreditnega tveganja treh največjih bonitetnih agencij

Sortable Table Key	Moody's	Fitch	S&P
Highest grade credit	Aaa	AAA	AAA
Very high grade credit	Aa1, Aa2, Aa3	AA+, AA, AA-	AA+, AA, AA-
High grade credit	A1, A2, A3	A+, A, A-	A+, A, A-
Good credit grade	Baa1, Baa2, Baa3, Baa4	BBB+, BBB, BBB-	BBB+, BBB, BBB-
Speculative grade credit	Ba1, Ba2, Ba3	BB+, BB, BB-	BB+, BB, BB-
Very speculative credit	B1, B2, B3	B+, B, B-	B+, B, B-
Substantial risks - In default	Caa1, Caa2, Caa3, Ca	CCC, CC, C, RD, D	CCC+, CCC, CCC-, CC, C, D

Vir: The Wall Street Journal, 2015.

Priloga 2: Izpis dodatnih karakteristik obveznice »UBS 4 ¾ 02/12/26«

DES
 UBS AG UBS Var 02/26-21 108.8790/109.3860 (3.021/2.928) BGN @10:16
 UBS 4 ¾ 02/12/26 Corp

Page 2/11 Description: Bond

94) Notes 95) Buy 96) Sell 97) Settings

21) Bond Description 22) Issuer Description

Pages	Additional Information
1) Bond Info	51) Details 53) Coupon 54) Default Info 55) Rel Bonds 56) Struct 57) ECB/EU 58) Reg/Tax
2) Addtl. Info	Loss Absorption Information
3) Covenants	Capital Type CoCo Yes
4) Guarantors	Basel III Tier 2
5) Bond Ratings	Trigger Common Equity Tier 1 Ratio
6) Identifiers	Action Permanent Write Down
7) Exchanges	Trigger Type Mechanical
8) Inv Parties	Trigger Level 5.000000
9) Fees, Restrict	
10) Schedules	
11) Coupons	
Quick Links	
32) ALLQ Pricing	
33) QRD Quote Reca	
34) TDH Trade Hist	
35) CAC Corp Action	
36) CF Prospectus	
37) CN Sec News	
38) HDS Holders	
39) VPR Underly Info	
66) Send Bond	

Vir: Podatkovna baza Bloomberg, lastna obdelava.