Дмитрий АЛЕКСЕЕВ,
руководитель группы
международных проектов, Cbonds.ru

Too big to fail

Рынок облигаций типа Contingent Convertibles сравнительно небольшой и очень молодой. Открытый банком Lloyds в 2009 г. под прицелом финансовых регуляторов, рынок таких облигаций должен был укрепить мировую банковскую систему и в случае кризиса сделать ответственными не налогоплательщиков, а держателей облигаций. В чем особенность таких инструментов и кому они могут быть интересны? Попробуем разобраться, что это за «кокосовые» облигации.

ЧТО ТАКОЕ COCO?

Облигация Contingent Convertible (сокращенно CoCo) — это долговая ценная бумага, которая абсорбирует потери эмитента в случае, если коэффициент достаточности капитала падает ниже заранее определенного уровня. Проще говоря, если капитал эмитента начинает снижаться и пересекает определенный барьер, облигация либо конвертируется в акции эмитента, либо просто-напросто списывается.

В кризис 2007–2008 гг. многие банки в США и Европе были спасены за счет средств налогоплательщиков. Финансовые власти, конечно же, не были от этого в восторге, а потому поспешили начать процедуру ужесточения требований к банкам, главным образом — к достаточности капитала банков. Начали применяться требования соглашения Базельского комитета по банковскому надзору (Базель III), которые должны быть полностью введены к 2019 г. Источников для пополнения капитала банков есть несколько, и одним из них как раз является выпуск облигаций типа CoCo. Выбирая CoCo, банки повышают уровень достаточности капитала до требуемого регулятором уровня, не размывая капитал эмиссией новых акций. Для финансовых регуляторов выпуск CoCo-облигаций также явление положительное, так как они должны стать своего рода подушкой безопасности в будущие кризисы.

Итак, для того чтобы выпустить такие облигации, нужно предусмотреть два основных момента: наличие механизма абсорбирования потерь и триггер — условие, которое запускает этот механизм. Абсорбирование потерь с помощью бумаг CoCo возможно двумя способами: во-первых, конвертацией в акции, что связано с пополнением капитала CET1[1], во-вторых, списанием номинальной стоимости (principal

[1] Core Equity Tier 1 (CET1) — капитал первого уровня согласно требованиям Базеля III.

write-down) и соответственным увеличением капитала. Первые CoCo были конвертируемыми облигациями, но со временем эти бумаги стали заменяться облигациями с полным или частичным списанием долга. Этому способствовал, в частности, тот факт, что облигации со списанием более удобны для включения в портфель управляющих, нежели труднопрогнозируемые конвертируемые бумаги. На сегодня распределение между этими двумя типами выглядит следующим образом: 38% CoCo-облигаций являются конвертируемыми бумагами, а 62% являются бумагами, предусматривающими списание долга.

Второй важный момент в жизни «кокосовой» облигации — это триггер, то есть условие, при котором запустится конвертация или списание облигаций. На практике в качестве условий используют коэффициенты, отражающие долю капитала определенного уровня среди объема активов, взвешенных по риску. Согласно Базелю III, в качестве капитала для расчета коэффициента могут использоваться Core Equity Tier 1 (CET1), Additional Tier 1 (AT1) и Tier 2 (T2), различающиеся структурой включаемых инструментов. Среди коэффициентов, используемых в выпущенных облигациях, представлены следующие: Common Equity Tier 1 Ratio, Core Tier 1 Ratio, Total Risk-Based Capital Ratio и Tier 1 Ratio.

БОЛЬШИЕ СТАВКИ

На сегодня рынок облигаций CoCo еще сравнительно мал, но продолжает активно расти. По данным Bloomberg, в обращении находится 294 выпуска облигаций данного типа на общую сумму, эквивалентную $245 млрд. Первым выпустил подобные облигации банк Lloyds — примерно через год после того, как в разгар кризиса 2008 г. правительство Великобритании приобрело 43% акций банка. Постепенно рынок рос, к нему присоединялись все новые и новые участники. В 2010 г. Rabobank, Yorshire Building Societe, Unicredit и Intesa Sanpaolo выходили на рынок с подобными выпусками. К июню 2013 г. в обращении находились облигации уже на $70 млрд. Тренд укрепился после повышения требований к достаточности капитала и введения Базеля III. На сегодня в списке участников рынка облигаций CoCo фигурируют самые крупные международные банки, главным образом из G-SIBs[1] (см. Рисунок 1).

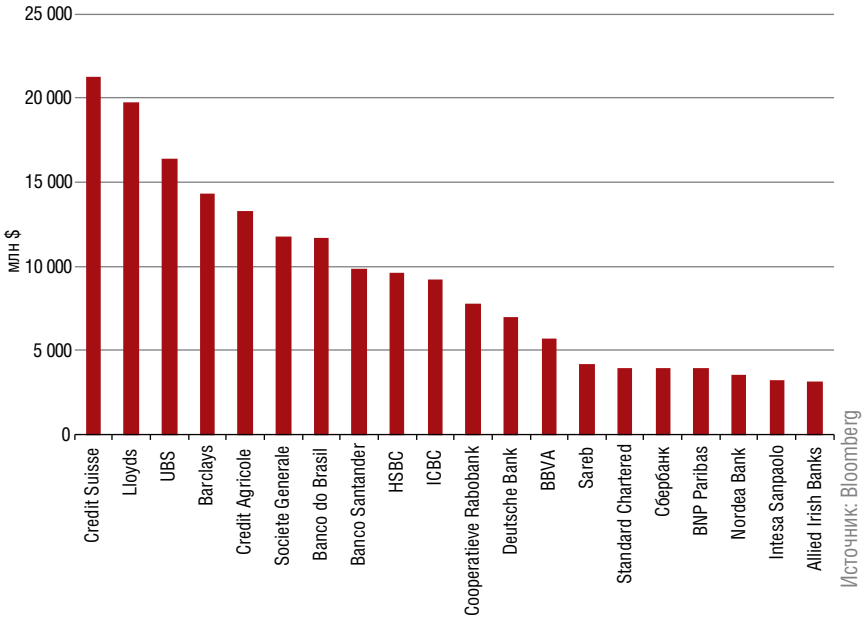
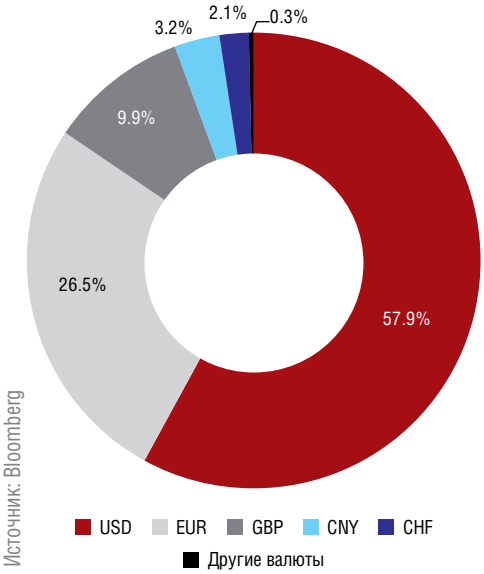


Рисунок 1
Объем выпуска основных участников рынка облигаций типа CoCo

В основном на рынке размещались выпуски в долларах и евро (85% рынка), реже реализовывались выпуски в фунтах стерлингов (9.9%) и китайских юанях (3.2%), на остальные валюты пришлось лишь 2.4% (см. Рисунок 2). В разбивке по странам (см. Рисунок 3) видно, что первые места заняли Великобритания

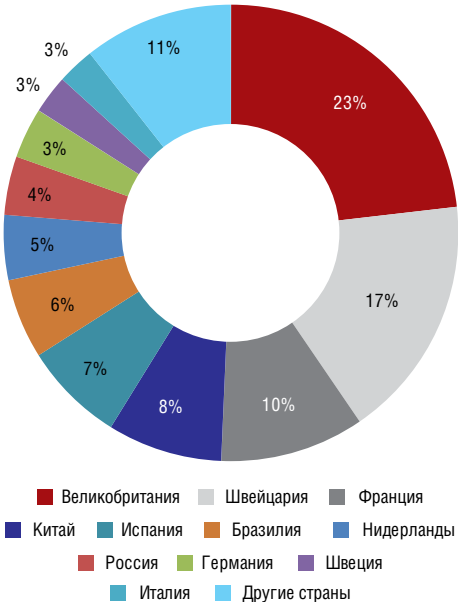
[1] Global-Systemically Important Bank — термин, используемый Financial Stability Board для выделения банков, играющих значительную роль в мировой экономике.

Рисунок 2. Распределение объема выпуска облигаций типа CoCo по валютам



ВЫБИРАЯ CoCo, БАНКИ ПОВЫШАЮТ УРОВЕНЬ ДОСТАТОЧНОСТИ КАПИТАЛА ДО ТРЕБУЕМОГО РЕГУЛЯТОРОМ УРОВНЯ, НЕ РАЗМЫВАЯ КАПИТАЛ ЭМИССИЕЙ НОВЫХ АКЦИЙ

Рисунок 3. Распределение объема выпуска облигаций типа CoCo по странам



Источник: Bloomberg

В СПИСКЕ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ COCO ФИГУРИРУЮТ САМЫЕ КРУПНЫЕ МЕЖДУНАРОДНЫЕ БАНКИ

(23%), Швейцария (17%) и Франция (10%). Страны emerging markets представлены на рынке эмитентами Китая (8%), Бразилии (6%) и России (4%). Любопытно отметить, что американские банки не выходят на рынок заимствований CoCo, а размещают акции, что, вероятно, связано с требованиями регулятора к ценным бумагам, принимаемым в качестве собственного капитала.

Облигации CoCo, согласно требованиям Базеля III, могут быть включены в капитал первого (Additional Tier 1) и второго (Tier 2) уровней (см. Таблицу 1). Также Базель устанавливает требования к триггеру и характеристикам бумаги. Например, для включения в капитал AT1 триггер должен быть не менее 5.125% (для коэффициента CET1), при этом бумага должна быть бессрочной. Это объясняет тот факт, что большинство облигаций CoCo (72%) не имеют даты погашения. Требования к доле инструментов с механизмом поглощения зависят от национального регулирования. Так, например, швейцарский регулятор требует, чтобы 9% всех взвешенных на риск активов покрывались подобным инструментами. В этой связи неудивительно, что банки Швейцарии находятся в лидерах по объемам размещения CoCo-облигаций.

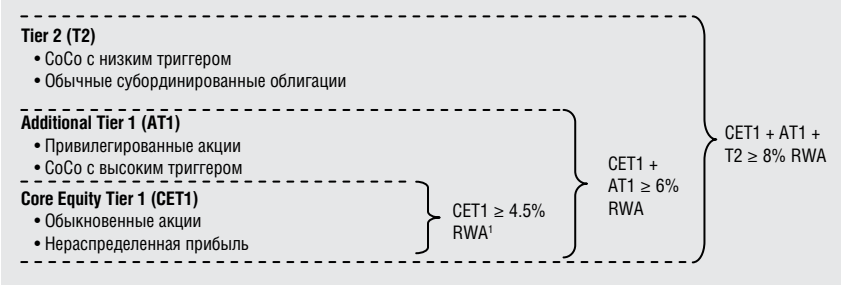
Отечественный рынок CoCo представлен 24 бумагами, все они предусматривают не конвертацию в акции, а списание долга (см. Таблицу 2). Если сравнить наши выпуски с выпусками эмитентов других стран, то можно отметить пониженное значение триггера (2% практически по всем облигациям), тогда как среднее значение составляет около 6%. При этом чем выше триггер облигации, тем дороже она будет обходиться эмитенту, поскольку риск потерять средства выше из-за большей вероятности достижения триггера.

HIGH YIELD ОТ ТОПОВЫХ БАНКОВ

Основными инвесторами в подобные облигации являются физические лица и небольшие частные банки, тогда как институциональные инвесторы к CoCo относятся пока довольно осторожно. Можно выделить следующие группы приобретателей бумаг: частные инвесторы и банки Европы и Азии, институциональные инвесторы США, а также европейские небанковские финансовые институты, которые проявляют интерес к бумагам. Нужно понимать, что инвестор, приобретающий такие бумаги, в случае снижения уровня достаточности капитала зачастую рискует потерять все вложенные средства.

Рейтинговые агентства не сразу начали покрывать данный рынок, что долгое время было сдерживающим фактором для многих инвесторов. Сегодня ситуация исправляется, у многих агентств появились методики оценки таких бумаг. Например, по методологии S&P рейтинг CoCo должен быть хотя бы на две-три ступени ниже кредитного рейтинга эмитента и не может превышать BBB+. Таким образом, каким бы ни был эмитент, облигации такого типа будут иметь относительно низкий рейтинг, а потому не смогут попасть во многие портфели, требующие определенного инвестиционного уровня, а также во многие индексы.

Таблица 1
Облигации CoCo в структуре капитала согласно требованиям Базеля III



Источник: BIS

[1] RWA — активы, взвешенные на риск.

ОТЕЧЕСТВЕННЫЙ РЫНОК COCO ПРЕДСТАВЛЕН 24 БУМАГАМИ, ВСЕ ОНИ ПРЕДУСМАТРИВАЮТ НЕ КОНВЕРТАЦИЮ В АКЦИИ, А СПИСАНИЕ ДОЛГА

Безусловно, повышенный уровень риска несет в себе возможность получить более высокую доходность. Сравнив доходность облигаций CoCo с облигациями plain vanilla по трем эмитентам – лидерам рынка, получаем, что доходность CoCo предполагает среднюю премию в 354 б.п. к доходности plain vanilla (см. Рисунок 4). Так, по эмитентам Credit Agricole, UBS и Societe Generale бумаги CoCo торгуются от 5% до 8% к погашению (оферте) в зависимости от срока и структуры самой бумаги. Анализ доходности таких бумаг интересен также для понимания общей ситуации на банковском рынке, так как доходность будет являться значимым индикатором состояния мировых банковских резервов. Повышение доходности будет свидетельствовать в пользу того, что у банков появляются проблемы с достаточностью капитала, на что инвесторы незамедлительно реагируют продажами.

УГРОЗЫ И ВОЗМОЖНОСТИ

Таким образом, CoCo-облигации представляют собой финансовый инструмент, который позволяет инвестору получить больший доход за счет риска потери номинала или конвертации в акции банка в случае, если показатели достаточности капитала банка – эмитента облигаций окажутся ниже заранее установленного уровня. При этом стоит рекомендовать потенциальным инвесторам обратить внимание на три основных момента. Во-первых, на тип капитала, который используется для триггера, так как подобных коэффициентов значительное количество, и расчеты будут различны для каждого из них. Во-вторых, на уровень триггера, ведь чем он выше, тем больше риск потери капитала. В-третьих, на метод снижения потерь эмитента: при конвертации акции эмитента еще могут вырасти в дальнейшем, в крайнем случае их можно продать, но при списании потери инвестора будут неизбежными.

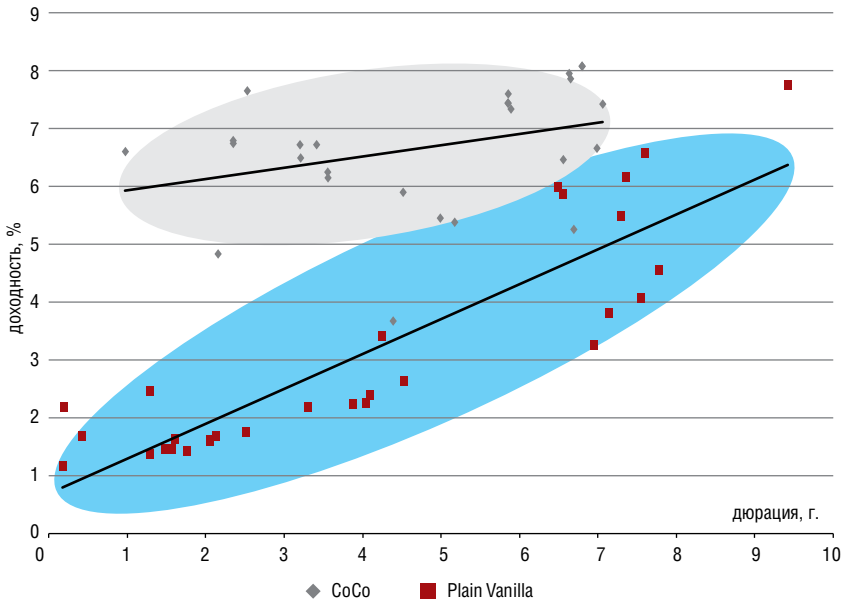
Облигации CoCo выводят держателей на первую линию обороны в случае следующего крупного финансового кризиса. Пока сложно судить, станет ли этот инструмент спасением банковской системы или, наоборот, способен дестабилизировать корпоративный рынок облигаций. Проблема может заключаться в следующем: если по бумагам одного крупного банка активируется механизм списания, то держатели бумаг других банков могут начать массово скидывать их, что повлечет за собой распродажи на рынках. С другой стороны, ситуация будет зависеть и от размеров рынка, который пока еще достаточно небольшой, а также от типа инвесторов. Основной недостаток инструмента в том, что пока никто не тестировал, как он сработает в случае массовой реализации триггеров. Для инвестора, который готов брать на себя подобные риски, это тот инструмент, к которому стоит как минимум присмотреться.

Таблица 2
Облигации типа CoCo, выпущенные российскими эмитентами

Эмитент	Дата погашения	Механизм абсорбирования	Значение триггера	Тип триггера	Объем, $ млн
Газпромбанк	Бессрочная	Частичное списание	2	CET 1 Ratio	1000
Сбербанк России	26.02.2024	Полное списание	2	CET 1 Ratio	1000
Московский кредитный банк	13.11.2018	Полное списание	2	Core Tier 1 Ratio	500
Россельхозбанк	16.10.2023	Полное списание	2	CET 1 Ratio	500
Промсвязьбанк	30.07.2021	Полное списание	2	CET 1 Ratio	321

Источник: Cbonds.ru

Рисунок 4
Доходность облигаций CoCo в долларах США в сравнении с доходностью облигаций plain vanilla по эмитентам Credit Agricole, UBS, Societe Generale



Источники: Cbonds.ru, Bloomberg