

MÓRÓ TAMÁS

A pénzügyi szektor feltőkésítése: technikák, előnyök és kockázatok

A cikk elemezni kívánja a subprime válság hatásait a bankok ezzel kapcsolatos tőkeemelési technikáira. Először röviden bemutatja, hogy milyen tőkeemelési mutatókat alkalmaz a bankszektor, majd megvizsgálja a különböző tőkeemelési lehetőségeket, azok előnyeit és hátrányait, végül értékeli a most kialakult helyzetet az eddigi tranzakciók tükrében.

1. A PÉNZÜGYI SZEKTOR VESZTESÉGEIRŐL ÁLTALÁBAN

A (ma már nyugodtan általános jelzőlog-, sőt hitelpiaci válságnak nevezhető) subprime válság során eddig a világ pénzügyi intézményei – ideértve a kereskedelmi és befektetési bankokat is – a rendelkezésre álló források alapján mintegy 504 milliárd dollárnyi leírást eszközöltek augusztus végéig. Ezzel szemben áll eddig az időpontig 352 milliárd dollárnyi tőkeemelés (Bloomberg [2008]). Mindezek eredőjeként, egy elméleti 30%-os adókulccsal számítva (a leírások az adó előtti eredményt terhelik), körülbelül a leírásoknak megfelelően lenne feltőkésítve a szektor abban az esetben, ha lett volna elegendő leírható operatív eredmény. Mivel a veszteségek az időszak alatt termelődő operatív eredménynél jóval nagyobbak, ezért igaz lehet az az állítás, hogy a leírásokban érintett bankok összesítve nettó tőkevesztést szenvedtek el.

Fontos megjegyezni, hogy a subprime válság miatti leírások mértéke összességében ennél jóval nagyobb, hiszen a fenti számok nem tartalmazzák a monoline biztosítók, hitelgarantőrök, az általános biztosítók, a befektetési alapok és egyéb befektetők által elszenvedett veszteségeket.

Földrajzi bontásban vizsgálva: a leírások felét, 253 milliárd dollárt az észak-amerikai pénzügyintézetek szenvedték el, 45% jutott Európára, és alig 4% feletti az ázsiai pénzügyintézetek aránya. Bár ezzel az utóbbi értékkel kapcsolatban sok a kétely – elemzői vélemények szerint a tényleges veszteség mértéke ennél jóval nagyobb –, jelenleg ezek az adatok állnak rendelkezésre.

További érdekesség a leírások igen szembetűnő aszimmetriája. A modern pénzügyi innováció támogatóinak egyik legfontosabb érve azt volt, hogy az így létrejövő, új termékek a kockázat jóval nagyobb mértékű porlasztását teszik lehetővé. Ennek azonban első látásra ellentmondani látszik, hogy a leírásokban jelentős koncentráció tapasztalható; az első három szereplő (Citigroup, Merrill Lynch és UBS) fejenként mintegy 10%-ot, azaz összesen majdnem harmadát vitte el a veszteségeknek. Ezek voltak a jellemzően „kockázatporlasztó” nagykereskedők, amelyek igen nagy fedezetlen saját számlás állománnyal rendelkeztek a subprime hitelekre épülő strukturált termékekben. Ez a cikk nem az innovációt utasítja el, és nem is a fenti szereplők ellenében íródik, de a fenti számok jól mutatják, hogy ezekben az esetekben a kockázatkezelés komoly problémákat vetett föl.

Megjegyzésre érdemes, hogy a fenti számok nem csupán a szűken vett subprime-leírásokat tartalmazzák, hanem minden egyéb, a hitelválsághoz kapcsolódó veszteséget; így az LBO-hitelek¹, kereskedelmi célú ingatlan-jelzáloghitelek, egyéb strukturált termékek és ügyfélkártérítések összegét is.

A cikk az alábbiakban először röviden bemutatja, hogy az egyes tőke megfelelési mutatókhoz milyen tőkeelemek kapcsolódnak, majd részletesen is kifejti a fontosabb tőkeemelési eszközöket.

2. A TŐKEMEGFELELÉSI MUTATÓK

A bankok tőkésítettségét szabályozó Tier 1 és Tier 2 mutatókra országonként eltérő szabályok vonatkoznak, de például az Egyesült Államokban egy banknak minimum 4%-os Tier 1 és 8%-os Tier 2 mutatót el kell érnie. Ahhoz, hogy egy bankot jól tőkésítettnek nevezhesünk, legalább 6%-os Tier 1 és 10%-os Tier 2 mutatót kell produkálnia; ezek a mutatók a nemzeti szabályozó hatóság által meghatározott módon kvalifikáló, saját tőkeelemek/kockázattal súlyozott eszközök képletrel számolhatók (forrás: Federal Reserve). Ezzel együtt a kereskedelmi bankoknál elfogadott a 8% feletti Tier 1 mutató fenntartásának igénye, az ennél kisebbet főlmutató bankot a piac már problémásnak tekinti.

Az Egyesült Államokban érvényes szabályok szerint a Tier 1 tőkeelemek számításánál a törzsrésvényekre eső saját tőkéből indulhatunk ki, ezeket növelik

- a megfelelő elsőbbségi részvényelemek,
- a kereskedési céllal tartott, hiteltípusú értékpapírok egy részén meglévő, nem realizált nyereség (veszteség), valamint
- az eszközátértékelésből keletkező tartalékok.

Csökkentő tétel viszont a goodwill, illetve egyéb immateriális javak. A kereskedési céllal tartott, részvénytípusú értékpapírok nem realizált vesztesége is levonandó a Tier 1 tőkéből.

A Tier 2 tőkeelemekhez hozzászámítható

- a megképzett, de fel nem használt céltartalék,
- a megfelelően kvalifikáló, alárendelt kölcsöntőke legfeljebb a Tier 1 tőke 50%-áig, illetve az egyéb hibrid, részben hitel, részben tőkejellegű mutató értékpapírok,
- valamint a kereskedési céllal tartott, részvénytípusú értékpapírok nem realizált nyeresége, maximum a nyereség 45%-áig. A Tier 2 tőke összesen a Tier 1 tőke 100%-át érheti el.

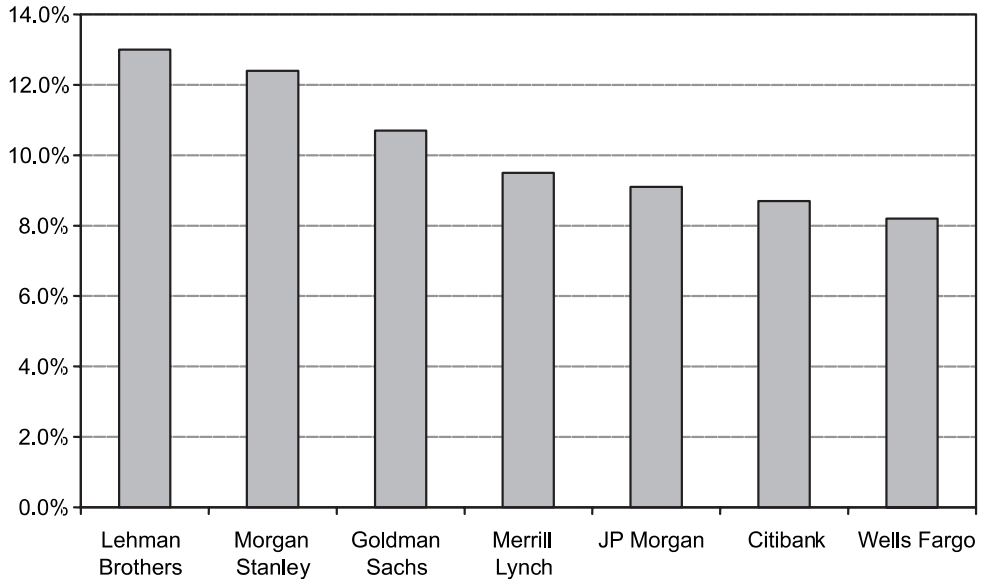
Ennek alapján látható, hogy a bankok tőkepótlására nem csupán az egyszerű törzsrésvény-kibocsátás a megoldás, hanem a feladat számtalan, különböző előnnyel és hátránnyal bíró instrumentumon keresztül megoldható.

A tőke megfelelési mutatók számítása esetén természetesen nemcsak a forrás-, hanem az eszközoldal is fontos, különösen az, hogy milyen kockázattal súlyozzák az egyes eszközöket; a szabályozás ugyanis például a jelzáloggal fedezett hiteleket kisebb kockázatúnak tekinti a normál hiteleknél, miközben a mostani válság kiindulópontját éppen ezek a instrumentumok jelentették.

1 Leveraged Buyout (LBO): hitellel finanszírozott kivásárlás

1. ábra

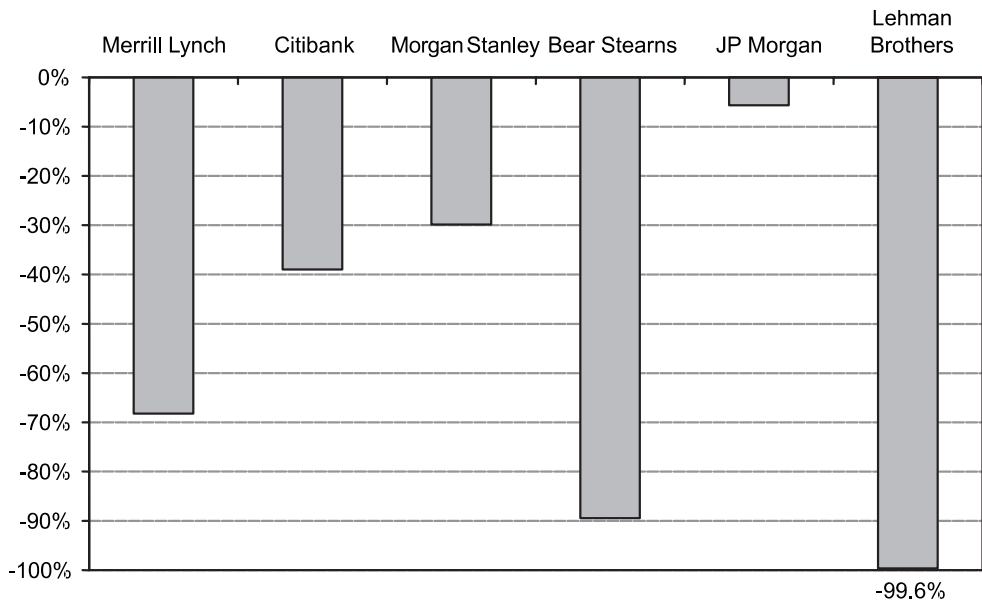
**Tier 1 tőke megfelelési mutató néhány amerikai banknál
(2008. június 30.)**



Forrás: vállalati jelentések (2008)

2. ábra

A részvényárfolyam idei változása az amerikai bankszektorban

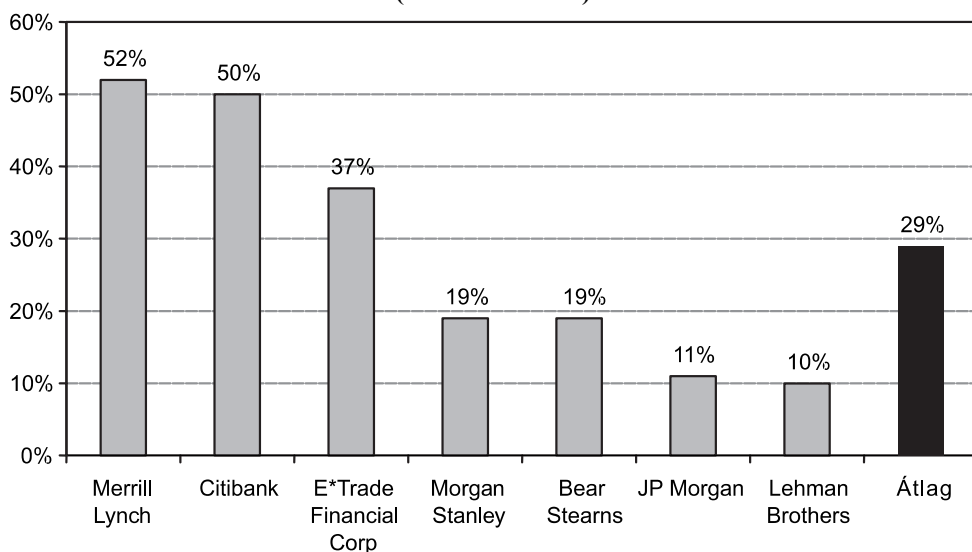


Forrás: Reuters

Látható, hogy a bankok által közölt tőke megfelelési mutatók kevés iránymutatást adtak és adnak a bankok tényleges tőke helyzetéről. Bár a befektetési és kereskedelmi bankok mechanikusan nem vehetők egy kalap alá, az amerikai piacon igen komolyan összefonódik a két szektor, a nagy kereskedelmi bankok is jelentős befektetési banki tevékenységgel rendelkeznek – így az összehasonlítás nem alaptalan –, és az eredmény megdöbbentő: a Lehman Brothers 13%-os Tier 1 mutatója rendkívül erősnek tűnik, miközben alig 3 hónappal később a bank csődvédelmet kért az illikvid, értékét gyorsan elvesztő, ugyanakkor nehezen árazható jelzáloghitel és ingatlanportfólió okozta fizetéseképtelenség miatt.

3. ábra

**CDO²-kitettség az immateriális javak nélküli saját tőke százalékában
(2007. november)**



Forrás: Mortgage fallout has more to go – position defensively (Goldman Sachs Research, 2007. november 19.)

A bankok immateriális javak nélküli saját tőkéjükre vetítve, egyes esetekben igen jelentős CDO-állományt tartottak; nem véletlen, hogy ezeknél a cégeknél a leértékelődő portfólió következtében a tőkeemelés igénye is igen nagy volt, miközben korábban ezeket a termékeket kifejezetten kis kockázatúnak tekintették. Ugyanakkor az alacsony kitettséggel rendelkező intézmények később gyakran más termékeken szenvedtek komoly veszteségeket, így ezek a mutatók sem adtak egyértelmű iránymutatást.

3. A TŐKEPÓTLÁS TECHNIKÁI

A tőke megfelelési mutatók javításának mind eszköz-, mind pedig forrásoldali módszerei is vannak. Az eszközoldali módszerek közé tartozik a mérlegfőösszeg csökkentése (eszközértékesítés, hitelezési volumen, nyitott pozíciók csökkentése). A forrásoldali módszerek legegyszerűbb formája az osztalékcsökkenés. Általánosságban elmondható, hogy az érintett bankok mindkét technikát igen aktívan alkalmazzák: ma általános jelenség az eszközök eladása, a hitelezési volumen csökkentése, illetve a hitelhez jutás szigorítása. Az osztalékpolitika tekintetében pedig egyrészt nehéz az új befektetőknek megindokolni a tőkehelyzet drasztikus romlásával együtt járó, változatlan osztalékpolitika, másrészt a fontosabb szempont az, hogy ez ténylegesen igen jelentős összeget takarít meg: például a Citigroup esetében mintegy 9 milliárd dollárt fizettek ki osztalékként 2006-ban, ami a bank eddigi összes leírásának majdnem 20%-a – ennek csökkentése komoly tartalékokat jelent.

A külső tőkebevonás-tőkeemelés során a külső befektetők, ténylegesen értékpapírokat jegyezve, különböző tulajdonosi vagy hátrasorolt hitelezői jogokat szereznek a társaságnál; ezek az értékpapírok a korábban leírtak szerint saját tőkeelemként veendőek figyelembe.

Mindenekelőtt definiáljuk, mit nevezünk tőkeemelésnek. Alapvetően ez az eszközzel nem fedezett, részvényjellegű, vagy a kielégítési sorrendben igen hátulra kerülő, kötvényjellegű értékpapírok kibocsátását jelenti. A legtöbb esetben a bankok a részvénytípusú instrumentumokat preferálták, mivel ezek a fontosabbnak tartott Tier 1 tőkeelemhez tartoznak.

3.1. Törzsrészvények

A tiszta, egyéb opcióval nem kombinált törzsrészvény-kibocsátás gyakran alkalmazott tőkeemelési forma, amelyet mind nyilvános, mind pedig zárt körben alkalmaznak a bankok; a mostani hitelválság során az utóbbi formánál alapvetően az állami vagyonalapok (Sovereign Wealth Fund – SWF), valamint egyes intézményi befektetők a főbb vásárlók, a nyilvános kibocsátás esetén pedig leginkább a Magyarországon nem alkalmazott (a későbbiekben bemutatandó) rights issue a leggyakoribb forma. Kisebb részben azonban teljesen nyilvánosan értékesítettek törzsrészvényeket.

Megjegyzendő, hogy az utóbbi esetben szinte kizárólag intézményi jegyzésre van példa, a lakossági befektetőket csak a legvégső esetben keresik meg.

3.1.1. Előnyök

A törzsrészvény-kibocsátás fő előnye természetesen az, hogy Tier 1 tőkeelemnek számít, emellett pedig nem jelent előre elkötelezett kifizetést a kibocsátó részére. Természetesen a befektetők osztalékkelvárással rendelkeznek a vásárláskor (a pénzügyi elméletek szerint általában is a részvénytőke a legdrágább finanszírozási forma), ráadásul a szektor tipikusan magas osztalékhozamúnak számít, de a mostani helyzetben fontos, hogy a kibocsátó bank rugalmasan alakíthatja a kifizetéseket, a fizetésképtelenség lehetősége nélkül. Éppen emiatt viszont a kibocsátható részvény mennyiség limitált, hiszen a nagyobb mértékű, azonnali hígulást a részvényesek elutasítják.

3.1.2. Hátrányok

Hátránya, hogy a hígulás szinte mindig a részvényárfolyamok azonnali eséséhez vezet, és akár egy ördögi kör is kialakulhat: a részvénykibocsátásra számító befektetők eladják a részvényeket (vagy short pozíciókat nyitnak), az eső árfolyam miatt csak alacsonyabb áron, ezáltal még több részvényt kibocsátva lehet ugyanazt a tőkét begyűjteni; emiatt viszont a korábbi befektetők még nagyobb késztetést éreznek arra, hogy eladják a részvényeiket, és olcsóbban próbáljanak venni. 2008 tavaszán több angol bank esetében alakult ki hasonló helyzet, amikor az előre meghatározott jegyzési árfolyam alá esett be a piaci ár, ennek következtében egy ideig az underwriterek viselték a jegyzés kockázatát. Ez persze a kibocsátónak önmagában nem jelent problémát; az azonban igen, hogy ennek következtében a következő tőkeemelések során csak jóval alacsonyabb áron bocsátható ki részvény, illetve ezek a folyamatok a hitelpiacon is érződnek magasabb CDS³ spreadek és kötvényhozamok formájában, azaz a normál banki működés finanszírozása is megdrágul.

Ennek megfelelően alapszabály volt a mostani hitelválság során, hogy a részvénykibocsátást a lehető leggyorsabban kell levezényelni, gyakran a hivatalos bejelentéskor már el is voltak adva a részvények. Az így jegyzett részvények a kibocsátás után árazásukat tekintve a legtöbb esetben hasonlóak a már piacon lévő törzsrészvényekhez, lévén, hogy forgalomképességükben és a hozzájuk fűződő jogokban nincsen különbség, a tőzsdei kereskedés során sem tesznek különbséget közöttük.

3.2. *A rights issue*

A rights issue a részvénykibocsátás egy speciális formája: a jelenlegi részvényeseknek elősőbbégi joguk van az új részvények jegyzésére, meglévő részvényeik után meghatározott arányban és meghatározott áron. Előre meghatároznak egy fordulónapot is (az osztalékfizetéshez hasonlóan), ami után már jegyzési jog nélkül forognak a részvények. A jegyzési jog fordulónapját követően általában 2-4 héten belül zárul le a tényleges jegyzés. A jogosultak által le nem jegyzett részvényeket pedig a piacon nyilvánosan értékesítik.

A rights issue fő előnye a kibocsátó számára, hogy egy már ismert tulajdonosi kört célozhat meg a tőkeemelés igényével; ez a csoport vélhetően jobban ismeri a bank helyzetét és a tőkeemelés célját (főként Európában alkalmazott tőkeemelési forma). Elméletileg a befektetők is kedvelik, hiszen így nem kell másokkal versenyezniük a részvények jegyzése során. Ugyanakkor a mostani válságban ez inkább kényszer: jegyezniük kell, ha nem akarnak jelentős hígulást elszenvedni, illetve – mivel a kibocsátás általában a piaci ár alatti –, a rights issue eső árfolyammal is jár, így tehát a veszteség elkerülésének vágya is a jegyzés mellett szól. Több angol bank esetében azonban előfordult, hogy a jegyzési időszak alatt a piaci ár a jegyzési ár alá csökkent (pl. HBOS, Bradford & Bingley); ebben az esetben a jegyzési jogokkal a befektetők nagy része – nem meglepő módon – nem élt.

A rights issue egy speciális és innovatív formáját hozta a létre az angol Barclay's, amely egyszerre vont be tőkét külföldi SWF-ektől és a meglévő részvényesektől. Ebben az esetben a rights issue árfolyama csak minimálisan volt a piaci ár alatt, azért, mert a stratégiai SWF-jegyzők bejelentették: a rights issue során a meglévő részvényesek által nem kívánt papírokat

3 Credit default swap (CDS): hitelnemfizetési swap

teljes egészében lejegyzik. Emiatt nem érte meg eladni/shortolni a részvényt, hiszen a piaci ár körül lényegében korlátlan volt a kereslet, így a nagy tőkebevonás jelentős áresés nélkül zajlott le. Természetesen a hígulás és az emiatt bekövetkező EPS⁴-csökkenés ugyanúgy bekövetkezik majd, de a rövid távú árfolyamra nehezedő, eladói nyomást sikerült elkerülni, ami – mint megfigyelhető volt – a tőkebevonás minden egyéb formáját megnehezítette volna. Ehhez természetesen arra volt szükség, hogy a nagy intézményi vevők elkötelezettek legyenek.

3.3. Zártkörű kibocsátás

A zártkörű törzsrészvény-kibocsátás esetén előre meghatározott tulajdonosi kör számára értékesítik a részvényeket (ezek lehet mind törzs-, mind pedig elsőbbségi részvények is); ez általában kis számosságú, egy számjegyű új tulajdonost jelent. A jegyzési ár általában a piaci ár alatti; amennyiben nem, úgy a jegyzők különböző garanciákat kapnak.

A zártkörű kibocsátás során megvett részvényekre jellemzően egy-három év közötti eladási tilalom (lock-up) érvényes, valamint további részvényeket sem vehetnek a jegyzők a kibocsátó engedélye nélkül, hogy a bankban ne szerezhessen túlzottan nagy részesedést egy tulajdonos sem. Ez azért volt fontos a tőkét gyűjtő bankoknak, mert a gigantikus méretű tőkeemelések a hagyományos befektetési alapoknak túl nagyok: egy nyugati befektető egyszerűen szinte soha nem emelne tőkét több milliárd dolláros összegben egy meghatározott pénzügyintézetben. Így lényegében a tőkeemelések zömét a külföldi állami vagyonalapok jegyezték le, a kibocsátók viszont (nem utolsósorban politikai nyomásra) limitálni szeretnék az esetleges külföldi befolyás mértékét, valamint igazgatósági helyet sem adnának szívesen.

Látható, hogy egy ilyen zártkörű kibocsátás esetén sok korlátozást kell elviselnie a befektetőknek; kérdés, mit kapnak cserébe. Alapvetően három dolgot: lehetőséget, opciókat és kártérítési garanciákat.

Ritkán tudnak egyszerűen nagy tulajdonrészt szerezni árfelhajtó hatás nélkül, így a vétel lehetősége önmagában is érték. Ehhez arra volt szükség, hogy óriási mértékű tőkeemelésre legyen igény, és ne legyen olyan nyugati befektető, aki hajlandó lenne ekkora összeget finanszírozni. Emellett a kibocsátók oldaláról üzleti igényként is megfogalmazódik, hogy egy gazdag, fejlődő piaci/állami tulajdonos igen jelentős pozitív hatást gyakorolhat az adott bank üzletmenetére. Egészen konkrétan: ha például Kína állami tulajdonban lévő részvények nyilvános részvénykibocsátását tervezi, vélhetően annak adja az üzletet, akiben egyébként is tulajdonos.

A normál részvényvásárlás mellé szinte mindig még opciókat/warrantokat is kapnak a befektetők, amelyek további részvények vásárlására jogosítanak. Az opciók lehívási árfolyama általában a normál részvények jegyzési ára, futamideje fél-másfél év között van. Egy elméleti bankrészvényt tekintve, egy ilyen amerikai ATM-opció piaci ára (1 éves futamidő, 30% volatilitás, kb. 3% osztalékhozam és 3,5% kamatláb esetén) a Black–Scholes-modell alapján kb. 11,5%-a a részvényárfolyamnak, azaz opciónként ennyi addicionális értékhez jut a befektető. Tegyük hozzá, hogy a bankrészvények jelenlegi volatilitása jóval nagyobb, mint 30%; ennek alapján árazva, az opciós érték is jóval nagyobb lenne, de mostani becsülésünkben inkább konzervatívak maradtunk.

4 Earnings per share (EPS): egy részvényre jutó nyereség

Végezetül pedig nem elhanyagolható a kártérítési garanciák léte sem. Sok esetben, amennyiben egy további részvény vagy átváltható instrumentum kibocsátása történik az adott jegyzési árnál alacsonyabb árfolyamon, úgy a kibocsátó kártérítést fizet, amelynek nagysága a jegyzett részvények darabszáma \times (korábbi jegyzési árfolyam – új jegyzési árfolyam) képlettel határozható meg. A példa teljesen konkrét: 2007 végén a szingapúri állam tulajdonában lévő Temasek Holdings 4,9 milliárd dollár értékben tőkét emelt a Merrill Lynch befektetési bankban 48 dolláros árfolyamon, majd egy következő tőkemelés miatt idén júliusban 2,5 milliárd dollár kártérítést kapott (amelyen ismét Merrill Lynch-részvényeket vásárolt 22,5 dolláros árfolyamon, immár egy hatalmas, 8,5 milliárd dolláros nyilvános részvénykibocsátás során.)

3.4. Equity unitok (kötelezően átváltandó értékpapírok – mandatory convertible securities)

Magyarországon nem ismert, viszont a nemzetközi gyakorlatban mostanában nagyon népszerű instrumentumokról van szó, amelyek részvényhez kötött, hibrid értékpapírok (az első időszakban hitelezői jelleget öltő, egy későbbi időpontban azonban kötelezően részvényre konvertálható értékpapírok). Gyakran DECS, azaz Debt Exchangeable for Common Stock megnevezéssel szerepelnek; a cikk szövegében az angol „mandatory convertible” kifejezés szerepel. Ezek az értékpapírok, bár struktúrájukban igen különbözőek lehetnek, három fontos speciális jellemzővel rendelkeznek a normál átváltható kötvényekhez képest.

Először: a befektetőnek nincsen mérlegelési lehetősége, kötelezően át kell váltania kötvényeit. Másodszor: ezek az értékpapírok egy alsó és egy felső konverziós árfolyamot és mennyiséget is tartalmaznak, azaz legalább X_L és legfeljebb X_U árfolyamon történik a konverzió, valamint ennek alapján a befektetők által konvertálható részvények minimális és maximális mennyisége is meghatározott. Fontos hangsúlyozni, hogy a kifizetési struktúra szempontjából igen sokféle ilyen értékpapír létezik – vannak olyanok, amelyek az árfolyam-emelkedés hatását jobban limitálják –, az itt vázolt megoldás a mostani hitelválságban jellemzően alkalmazott forma. Harmadszor: ezek az értékpapírok tipikusan magasabb osztalékhozammal bírnak, mint a normál törzs- vagy elsőbbségi részvények.

A fenti értékpapírok egy speciális formája például a Citigroup által alkalmazott, sávos equity unit megoldás: ebben az esetben nem egyszerre, hanem több különböző időpontban konvertálható a kibocsátott értékpapír törzsrészvényekre. Ennek az az előnye, hogy a későbbiekben is elkerülhető a hirtelen történő, nagymértékű részvénytáncra menés.

Általában is fontos hangsúlyozni, hogy ezek az instrumentumok a Tier 1 tőkeelemekhez tartoznak, az ezzel számított tőkeemelési mutatót javítják.

3.4.1. Előnyök

Nem véletlen, hogy a mandatory convertible kibocsátás igen népszerű formája lett a tőkebevonásnak. A szakirodalom szerint általában azok a vállalatok folyamodnak az opcionálisan átváltandó értékpapírok vagy normál kötvények kibocsátásához, amelyeknél nagy az aszimmetrikus információ lehetősége (azaz a menedzsment sokkal jobban informált cég állapotáról, mint a befektetők), és kisebb a pénzügyi válsághelyzet vagy csőd lehetősége. Ezzel szemben, ha kicsi az információs aszimmetria és nagy a csődkockázat, akkor nagyobb

a mandatory convertible kibocsátás esélye. Az ilyen értékpapírokat kibocsátók jellemzően nagy tőkeáttétellel finanszírozzák magukat, így lehetőségük nyílik a tőkeszerkezet javítására, ezzel csökkentve a csőd kockázatot. Ez a feltételezés eléggé illik jelenleg a forrásokat bevonó bankokra. Alapvetően a befektetők igen negatívan ítélik meg a szektor kilátásait rövid távon, és a pénzügyi válsághelyzet kockázata is magas.

A másik előny, hogy ilyen módon elkerülhető a részvénytárfolyam-esés. A vizsgálatok szerint a mandatory convertible kibocsátás nem okoz szignifikáns részvénytárfolyam-esést (ellentétben a normál átváltható vagy tiszta equity-kibocsátással). Természetesen a konverziók után a részvénytárfolyam ugyanúgy megnő, mintha normál törzsrészvényt bocsátottak volna ki; mire azonban ez bekövetkezik, addigra a bank már várhatóan jobb pénzügyi helyzetben lesz, és kevésbé lesz fontos a részvénytárfolyam dinamikája a forrásbevonás költségeinek szempontjából.

Végül: ezen értékpapírok osztléka az Egyesült Államokban az adózás előtti eredmény terhére fizethető ki, így az adómegetakarítási hatás is fontos. További előny a befektetők számára, hogy a vállalatban részvénykitettséget szereznek, miközben annak osztlékhozamánál jóval vonzóbb kezdeti cash flow-ra tesznek szert: a számított hozam magasabb, mint a később kifejtett átváltható papírok esetében.

3.4.2. Hátrányok

Az értékpapírok fő hátránya, hogy a tisztán részvényjellegű instrumentumokhoz képest a futamidő alatt magasabb kifizetési kötelezettséggel járnak, azaz a kibocsátó bank a már említett előnyök elérése érdekében magas árat fizet. Az ilyen instrumentumok jellemzően 5–7 százalékponttal magasabb kuponnal kerülnek kibocsátásra, mint az underlying törzsrészvény osztlékhozama. A tisztán kötvényjellegű instrumentumokhoz képest is magasabb a kifizetés, amit a magasabb kockázat és a tőkeszerkezeten belüli hátrasorolt szerep indokol.

A befektetők számára hátrány (bár természetesen az árazásban ez tükröződik), hogy átváltási kötelezettségük van, és a likvidációs sorrendben a törzsrészvényekkel egy szinten szerepelnek.

3.4.3. Az értékpapírok árazása

A mandatory convertible értékpapírok kifizetése a következő:

$$V_T = P_T \times R_U, \text{ amennyiben } P_T > X_U, \quad (1)$$

$$V_T = P_T \times R_T = N, \text{ amennyiben } X_L < P_T < X_U, \quad (2)$$

$$V_T = P_T \times R_L, \text{ amennyiben } P_T < X_L, \text{ ahol} \quad (3)$$

X_L az alsó konverziós árfolyamkorlát (strike price),

X_U a felső konverziós árfolyamkorlát (strike price),

R_T az átváltási arány az alsó és felső árfolyamkorlát között,

R_U az átváltási arány a felső árfolyamkorlát felett,

R_L az átváltási arány az alsó árfolyamkorlát alatt,

P_T a részvénytárfolyam,

N az értékpapírok névértéke.

Az R_T átváltási arányt az N/P_T képlettel határozhatjuk meg lejáratkor. Az alsó árfolyamkorlát \times alsó átváltási arány = felső árfolyamkorlát \times felső átváltási arány = névérték ($X_L \times R_L = X_U \times R_U = N$) képlet mindig érvényesül, azaz praktikusán a felső árfolyamkorlát felett már nem jár kevesebb részvény a befektetőnek, az alsó árfolyamkorlát felett pedig már nem jár több részvény. Ezekben az esetekben tud a befektető a konverziót követően addicionális nyereséget vagy veszteséget elérni ahhoz képest, mint ha egyszerű tőzsrészcsevényt vett volna. Amennyiben az árfolyam a felső korlát feletti, úgy többletnyeresége van, ellenkező esetben addicionális vesztesége képződik.

Formálisabban megfogalmazva, egy mandatory convertible értékpapír szintetikusán egy X_U kötésű árfolyamú vételi opció megvételéből, egy X_L árfolyamú put opció kiírásából, valamint a kockázatmentes névérték és a kockázatos kamat- (osztalék-) fizetések jelenértékének összegéből áll, azaz $V_t = c_{t,U} \times R_U - p_{t,L} \times R_L + PV_t(N) + PV_t(I)$, ahol a call opciók mennyisége kisebb a put opciók mennyiségénél, azaz a nyereség/veszteségben való részvétellel aszimmetrikus a befektető számára.

Amennyiben a konverziókor a részvény piaci ára magasabb a felső korlátnál, akkor a befektető már részesül a részvényárfolyam emelkedéséből – igaz, a jegyzési árfolyamnál érvényes átváltási aránynál kisebb mértékben. Ezen értékpapírok fő vonzerejét a befektetők számára a normál részvénykitettségnél jelentősen nagyobb, néhány évig tartó, fix hozam jelenti, utána pedig participáció a helyreálló jövedelemtermelő képességéből. A kezdeti magasabb hozammal szemben áll a későbbi kisebb mértékű részvétel a részvényárfolyam emelkedésében.

Fontos kiemelni, hogy a mandatory convertible hozamok az elsőbbségi részvényekénél jóval magasabbak (jellemzően 300–400 bázispont közöttiek), amit a magasabb kockázat indokol, hiszen itt nem lehetőség, hanem kötelezettség a részvényre történő konverzió.

3.5. Elsőbbségi részvények (nem konvertálható)

A jelenlegi hitelválság során az egyik leggyakrabban alkalmazott tőkeemelési forma az (elsőbbségi értékpapírnak is nevezett) elsőbbségi részvények kibocsátása. Az elsőbbségi részvények szavazati joggal nem bíró, a tőzsrészcsevények osztalékhozamánál magasabb, hiteljellegű kifizetést ígérő, de végleges tőkejuttatást jelentő értékpapírok, amelyek a kifizetés során a tőzsrészcsevényekhez képest szenior, a kötvényekkel és az egyéb adóssággal szemben viszont alárendelt helyzetben vannak.

Ezek az értékpapírok Tier 1 tőkeelemnek számítanak, és általában magas egy számjegyű fix osztalékszelvénnyel kerülnek kibocsátásra, amely mintegy 5-6 százalékponttal meghaladja a korábban érvényes normál osztalékhozamot (az osztalék drasztikus csökkentése vagy eltörlése miatt a tőzsrészcsevények mostani osztalékhozama jóval alacsonyabb, mint az elmúlt években). Árazásuk egy örökjáradék cash flow értékelésének megfelelően történik, ennek megfelelően nagyon kamatérzékenyek. Többféle érv szól kibocsátásuk mellett, de fontos hangsúlyozni, hogy nem feltétlenül azért terjedtek el, mert a kibocsátók ennyire szeretik ezeket, hanem mert a befektetők egyre kevésbé voltak hajlandók mást megvenni. A végleges tőkejuttatás mellé nem volt elég az osztalék ígérete, konkrét cash flow-t szerettek volna látni.

3.5.1. Előnyök

A kibocsátó számára végleges tőkejuttatást jelent, és bár a költsége nem alacsony, a pénzügyileg igen nehéz helyzetben lévő cégek számára nem nagyon kínálkozott már más megoldás: a törzsrészcsevény-kibocsátás csatornái egyre inkább bezárultak. Az elsőbbségi értékpapírokat gyakran visszahívhatja a kibocsátó, így egy kedvezőbb piaci környezetben refinanszírozhatók. A visszahívás legkorábbi határideje azonban általában a kibocsátástól számított 5 év.

A befektetők számára előny a magas fix hozam, és szintén garanciát jelent, hogy a törzsrészcsevények addig nem fizethetnek osztalékot, amíg az elsőbbségi papírok osztaléka kifizetésre nem került.

3.5.2. Hátrányok

A kibocsátást követő években a banknak a normál törzsrészcsevényeknél jóval nagyobb kifizetési terhet és természetesen fizetési kényszert is jelent. Általában nagyon ritkán fordul elő, hogy az elsőbbségi részcsevények osztalékát törlik vagy csökkentik, ebben az esetben ugyanis a tőkebevonás csatornái bezárulnak. Van erre konkrét példa: az amerikai jelzáloghitelezés két államilag létrehozott pillére, a Freddie Mac és a Fannie Mae elsőbbségi osztalékát törölték, amit az árfolyam mintegy 80%-os eséssel honorált, az újabb sikeres kibocsátás esélye pedig zéró – természetesen, ez már szándékában sem áll senkinek.

Befektetői szempontból kockázat – bár nem kifejezetten a hitelválsághoz kapcsolódik – az elsőbbségi papírok igen nagy durationje, hiszen lényegében egy örökjáradék-jellegű kifizetést vesz meg a befektető.

3.6. Elsőbbségi részcsevények (konvertálható)

A konvertálható elsőbbségi értékpapírok szintén nagyon népszerűek a mostani tőkeemelési hullámban. Ezek az értékpapírok, jogi státuszukat és kifizetéseiket tekintve, lényegében megegyeznek a normál elsőbbségi részcsevényekkel, egy fontos különbséggel: ebben az esetben a normál kifizetésen felül a befektető egy opciót is kap az elsőbbségi értékpapírok törzsrészcsevényre történő konverziójára, előre meghatározott átváltási áron. A konverziós prémium általában 20% körül mozog, és sok esetben az elsőbbségi részcsevények szinte azonnal konvertálhatók (ez általában nem igaz az átváltható részcsevényekre, a mostani banki tőkeemelési hullámban kibocsátott, átváltható értékpapírokra viszont igen).

A kibocsátónak ugyanakkor gyakran lehetősége van az értékpapírok névértéken történő visszahívására, ebben az esetben viszont már létezik határidő: általában 5 évnél rövidebb időn belül nem vásárolhatja vissza a bank ezeket a papírokat.

A konvertálható elsőbbségi részcsevényeket általában egy normál örökjáradék és a konverziós arány által meghatározott, amerikai vételi opció összegeként árazzák, ennek megfelelően hozamuk elméletileg kisebb, mint a normál elsőbbségi papíroké. Ugyanakkor a mostani helyzetben ez gyakran már nem volt igaz: előfordult, hogy egy bank kibocsátott egy normál elsőbbségi részcsevényt, majd ezt követően néhány hét múlva ugyanolyan hozammal már csak átváltható papírt tudott eladni a befektetőknek. Ez azt mutatja, hogy a piaci hozamelvárás igen gyorsan megnőtt, hiszen a beépített opció önmagában is jelentős addicionális értéket képvisel, tehát normál esetben az átváltható papír hozamának jelentősen alacsonyabbnak kellett volna lennie.

Létezik az ún. kényszerített átváltás (forced conversion) intézménye is; ebben az esetben a kibocsátó bank kényszerítheti a befektetők az átváltásra, amennyiben a részvényárfolyam egy bizonyos szinttel meghaladja az átváltási árfolyamot.

Még egy fontos tényről nem szabad elfeledkeznünk: a legtöbb konvertálható értékpapír (beleértve a már korábban említett, mandatory convertible papírokat is) tartalmaz egy záradékot, amely szerint ha az adott tőkebevonáson túl újabb jelentős kibocsátás történik alacsonyabb konverziós árfolyamon, akkor a korábbi kibocsátások konverziós árfolyama is módosulhat. Ez a befektetőket védő kitétel meggátolja, de legalábbis csökkenti annak a lehetőségét, hogy a korábban jegyzők előnytelenebb helyzetbe kerüljenek. Ugyanakkor a tőkeemelés előtti részvényesek tulajdonrésze drasztikusan hízulhat, ami a törzsrészvények árára igen negatív hatással lehet.

3.6.1. Előnyök

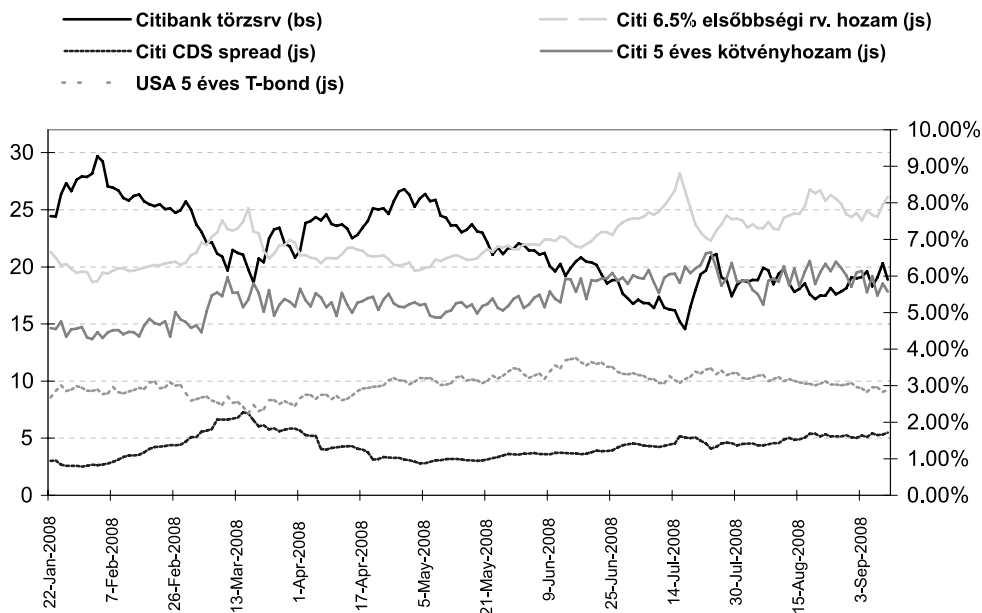
A fenti értékpapírok mellett szól, hogy végleges tőkejuttatásról van szó, Tier 1 tőkeelemnek számítanak. További előny a kibocsátó számára, hogy a piaci környezet javulása esetén ezek az elsőbbségi papírok visszahívhatók, illetve kedvezőbb feltételekkel refinanszírozhatók. Nem jelentenek azonnali hízulást, így kisebb nyomást fejtenek ki a részvényárfolyamra, mint a normál törzsrészvény-kibocsátás, így a további tőkebevonás lehetőségeit kevésbé nehezítik. Fontos hangsúlyozni azonban, hogy ezt nem adják ingyen: a hozamok ezen a piacon jelenleg mintegy 500 bázisponttal meghaladják a állampapírok és mintegy 250 bázisponttal a normál banki kötvények hozamát, azaz nem olcsó ez a forrás sem. Természetesen a törzsrészvénnyel finanszírozás költsége még drágább, így nem véletlen, hogy a fenti előnyökkel együtt a bankok gyakran döntenek ilyen típusú tőkeemelés mellett. Ne feledjük azonban azt a tényt sem, hogy a függőség kölcsönös. Már a mandatory convertible papíroknál is említettük, hogy a befektetők fix kifizetéseket akarnak, a törzsrészvény távoli osztalékígérete jelenleg igen kevés.

3.6.2. Hátrányok

A fő hátrány a bank számára az előzőekben említett, magas költség, valamint a fizetési kényszer: amennyiben az elsőbbségi papírookra nem fizetne osztalékot a kibocsátó, úgy a további kibocsátás lehetősége megszűnne, senki nem venne ilyen részvényeket. Már a cikk megírásának idején, 2008 szeptemberében is vannak olyan jelek, amelyek arra utalnak, hogy az elsőbbségi értékpapírok piaca telítődik, a Freddie–Fannie-mentőakció pedig (amely sok más mellett az elsőbbségi osztalékok törlesztéssel járt) a piacot még óvatosabbá tette.

4. ábra

A Citibank főbb instrumentum típusainak árfolyam és hozammozgása (2008 január–szeptember)



Forrás: Bloomberg

A mellékelt ábrán jól látható a Citibank tőkeszerkezetét megtestesítő instrumentumok árfolyam-, illetve hozamalakulása. Normál esetben a részvényárfolyamok mozgása minimális hatással van csak az egyéb instrumentumok árára, hiszen a piac nem kérdőjelezi meg a fizetőképességet, így inkább a benchmarkkötvény-hozamok változása a döntő az elsőbbségi papírok és a kötvények hozamát tekintve. A mostani hitelválság azonban más, a tőkehelyzettel és jövedelemtermelő képességgel kapcsolatos félelmek egyszerre hatnak negatívan szinte az összes tőkeelem árfolyamára.

3.7. Alárendelt, hiteljellegű instrumentumok

Az alárendelt kötvények kibocsátásának a mostani hitelválság során kisebb szerepe volt, elsősorban azért, mert csak Tier 2 tőkeelemnek számítanak, és ezáltal alapvetően nem a tőkehelyzet kis kiigazítására, hanem igen masszív saját tőke bevonására volt szükség, hiszen a Tier 1 megfelelési mutatók is komoly veszélyben voltak.

Ugyanakkor lehet, hogy a befektetők oldaláról az alárendelt kötvények iránt nagyobb igény mutatkozna, hiszen az eddigi gyakorlat szerint meghúzható egy éles határvonal: egy állami mentőakció esetén az alárendelt kötvény továbbra is teljesíti a kifizetéseket, míg az elsőbbségi értékpapírok már nem.

4. ÖSSZEFOGLALÁS

1. táblázat

**Az öt legnagyobb tőkebevonó bank részvényjellegű
tőkeemelési tranzakciói típus szerint (2007. IV. negyedév–2008. augusztus)**

Millió USD	Törzs- részvény	Mandatory convertible	Elsőbbségi részvény	Átváltható elsz. részvény	Összesen	Leírás
Citibank	4,500	7,500	9,250	22,900	44,150	
Merrill Lynch	14,750			6,600	21,350	
UBS*		28,000			28,000	
Wachovia	4,025		9,825	838	14,688	
Bank of America			14,035	6,900	20,935	

*CHF-kibocsátás

Forrás: vállalati jelentések (2007–2008)

Látható, hogy a tőkeemelések esetén messze nem kizárólagos forma az egyszerű törzs-részvény-kibocsátás, igen jelentős mind az átváltható, mind pedig a normál elsőbbségi, kötvényszerű cash flow-val rendelkező instrumentumok kibocsátása is.

Ennek okai a következők: egyrészt a kibocsátó bankok sem szeretnék jelentős, azonnali hígulást a részvényállományban (ez természetesen a konverziót követően elkerülhetetlen), mivel ez hirtelen komoly lefelé ható nyomást fejt ki a részvényárfolyamra, amely igen megnehezíti a további tőkebevonást. Fontos hangsúlyoznunk, hogy ezeknél az intézményeknél a részvényárfolyam és a kötvények (CDS spreadek) árfolyama között jóval szorosabb az összefüggés, mint korábban (vagy mint más iparágakban). Ez azért van így, mert a részvényárfolyam jelentős esését a befektetők nem egyszerűen a csökkenő részvényesi érték mérőszámának tekintik, hanem rögtön a csődkockázat jelentős megnövekedésének is. Ráadásul ma ezek a piacok sokkal jobban kötődnek egymáshoz, mint régebben. A képlet egyszerű: eső részvényárfolyam → emelkedő CDS spreadek → eső kötvény és elsőbbségi részvényárfolyamok → sokkal drágább további forrásbevonási lehetőség. További előny, hogy a fenti értékpapírok mind végleges tőkejuttatást jelentenek, így Tier 1 tőkeelemként veendő figyelembe, ami szintén elvárt követelmény.

Nagyon fontos hangsúlyozni, hogy ilyen mértékű tőkebevonásra a magánszektorból ennyi idő alatt még nem volt példa: a kibocsátandó értékpapír mennyisége önmagában is indokolta azt, hogy ilyen innovatív módon sok fajta – különböző előnyökkel és hátrányokkal járó – értékpapírt bocsássonak ki, hiszen csupán törzsrészvény-kibocsátással nem lett volna sikeres ez a folyamat.

Ugyanakkor a befektetők is egyre inkább elvárták az általuk megvásárolt papiroktól a folyamatos és természetesen garantált cash flow-t, valamint azt a lehetőséget, hogy a későbbiekben jobban részesedjenek a bank normál eredménytermelő képességének helyreállításával keletkező értékteremtésből is. Erre nagyon jó eszközt nyújtanak az opcionálisan vagy kötelezően konvertálható, ugyanakkor garantált kifizetést nyújtó, a fentiekben bemutatott instrumentumok.

A tőkeemelési hullámnak nincsen még vége. A cikk írásának időpontjában történik a valószínűleg legnagyobb valaha volt pénzügyi mentőakció, az amerikai jelzáloghitelezés alappilléreit jelentő Freddie Mac és Fannie Mae állami felügyelet alá helyezése és újratőkésítése. A téma elemzése önálló írást is megérne, most röviden csak annyit: az állam egy jogszabály alapján a menedzsment leváltása mellett szenior elsőbbségi részvényeket, valamint törzsrészvényekre jogosító warrantokat szerzett a társaságokban – ez utóbbi önmagában is a részvényállomány hígulását jelenti –, egyben eltörölte a törzsrészvények és a korábban kibocsátott (most már alárendeltnek számító) elsőbbségi részvények osztalékát. Ennek alapján a korábban vonzónak számító, elsőbbségi értékpapírok árfolyama mintegy 90%-kal esett, a biztos befektetésbe vetett hit elszállt. Ez jól mutatja, hogy a jelen írásban bemutatott hibrid értékpapírok korántsem kockázatmentesek.

Bár az amerikai pénzügyminiszter szerint a Freddie–Fannie-módszer nem szolgál mintául a többi bank esetleges megmentésére, a mostani helyzet azt mutatja, hogy a magánszektor bankjai elsőbbségi részvényeinek az árfolyama jelentősen csökkent, az államkötvények hozamához viszonyított spreadje jelentősen emelkedett, az új kibocsátás pedig sokkal nehezebbé vált, nem hallani ilyen tranzakcióról. Kérdés: ha mégis további tőkére lesz szükség, milyen áron és milyen formában lehet majd hozzájutni?

IRODALOMJEGYZÉK

- Bloomberg Research [2008]: Writedowns and Capital Increases, WDCI, 2008. augusztus 25.
- Citigroup, Merrill Lynch, JP Morgan Chase, Lehman Brothers, Wells Fargo, Morgan Stanley (2007. december–2008. augusztus): 424B2 és 8-K jelentések, www.sec.gov
- ARZAC, E. R. [1997]: PERCS, DECS, and other Mandatory Convertibles. *Journal of Applied Corporate Finance* 10., 54–63. o.
- DAS, S. [2001.]: Structured products and Hybrid Securities (2nd Edition), John Wiley and Sons Ltd, New York.
- NELKEN, I. [2000]: Handbook of Hybrid Instruments, John Wiley and Sons Ltd., New York
- AMMANN, M.–SEIZ, R. [2006]: Pricing and hedging mandatory convertible bonds, *Journal of Derivatives* 13., 2006. január, 30–46. o.
- TANONA, W.–APPELBAUM, L. [2007]: Mortgage fallout has more to go – position defensively, Goldman Sachs Research, New York, 2007. november 19.