«ВТБ Капитал»

Максим Коровин,
аналитик

Михаил Галкин,
начальник отдела анализа кредитных рынков

Субординация ДОЛГА

В 2005–2007 ГОДАХ РОССИЙСКИЕ БАНКИ РАЗМЕСТИЛИ ПОРЯДКА 23 ВЫПУСКОВ СУБОРДИНИРОВАННЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ. БОЛЬШИНСТВО ИЗ НИХ БЫЛИ СТРУКТУРИРОВАНЫ ПО СХЕМЕ 10NC5: 10-ЛЕТНИЕ БУМАГИ С 5-ЛЕТНИМ КОЛЛ-ОПЦИОНОМ, ПРЕДУСМАТРИВАЮЩИЕ УВЕЛИЧЕНИЕ СТАВКИ КУПОНА В СЛУЧАЕ НЕВЫКУПА ЭМИТЕНТОМ БУМАГ ПО ОПЦИОНУ. В СРАВНЕНИИ С КЛАССИЧЕСКИМИ ПРИОРИТЕТНЫМИ НЕОБЕСПЕЧЕННЫМИ ЕВРООБЛИГАЦИЯМИ ПОДОБНЫЕ ВЫПУСКИ ИМЕЮТ РЯД ПРЕИМУЩЕСТВ ДЛЯ БАНКОВ И ИХ АКЦИОНЕРОВ.

Самое главное — субординированные выпуски учитываются при расчете капитала. При этом не требуется дополнительных денежных вливаний со стороны собственников, уменьшается взвешенная стоимость банковского капитала, наконец, временные и финансовые издержки при размещении выпуска субординированных еврооблигаций обычно заметно меньше в сравнении с IPO/SPO.

До наступления мирового финансового кризиса большинство инвесторов исходили из того, что банки будут выкупать субординированные выпуски в даты колл-опционов. Во-первых, на горячем рынке было нелогичным соглашаться на увеличение процентной ставки. Во-вторых, это стало признаком хорошего тона.

В декабре 2008 года на фоне разразившегося кризиса ликвидности, который парализовал кредитный рынок, Deutsche Bank первым из крупных финансовых институтов не выкупил свой субординированный выпуск в момент колл-опциона. Тогда эта история наделала достаточно много шума, нанеся существенный урон всему сегменту субординированных облигаций и вызвав весьма негативную реакцию у инвесторов.

Таблица 1. Субординированные еврооблигации российских банков

Тикер	Объем, $ млн	YTC, %	YTM, %	Текущий купон, %	Увеличение ставки купона после даты колл-опциона (как спред к 5-летним UST), б. п.	Дата исполнения колл-опциона	Дата погашения	Выкупленный объем, $ млн (середина 2009 г.)
ALFARU 15	225	10.61	10.03	8.63	628	09.12.10	09.12.15	54
ALFARU 17	300	12.02	10.78	8.64	546	22.02.12	22.02.17	36
BKMOSC 15	300	8.69	8.24	7.5	457	25.11.10	25.11.15	0
BKMOSC 17	400	9.9	9.88	6.81	525	10.05.12	10.05.17	0
RUSB 15	200	18.5	11.63	8.88	593	16.12.10	16.12.15	0
RUSB 16	200	18.12	13.64	9.75	665	01.12.11	01.12.16	0
BSPB 17	100	16.34	13.86	10.5	702	25.07.12	25.07.17	0
VTB 15	750	8.78	7.04	6.32	410	04.02.10	04.02.15	435
MBRDRU 16	60	18.97	12.08	8.88	574	10.03.11	10.03.16	нет сведений
NOMOS 16	125	18.14	13.46	9.75	653	20.10.11	20.10.16	небольшой объем
PROMBK 18	100	13.19	14.58	12.5	1125	31.01.13	31.01.18	0
RSHB 16	500	8.62	8.17	6.97	373	21 09.11	21.09.16	6
SBERRU 15	1 000	6.1	6.54	6.23	374	11.02.10	11.02.15	157
TRACAP 17	100	16.26	14.01	10.51	710	18.09.12	18.07.17	0
ICB 15	400	10.51	7.8	6.2	376	29.09.10	29.09.15	90
VOSEXP 17	43	27.37	19.14	11	745	27.06.12	27.06.17	небольшой объем, < 25% выпуска
BKHMRU18	100	10.82	12.25	11	897	20.06.13	20.06.18	нет сведений
GPBRU 11	300	–	4.77	7.97	–	–	15.06.11	–
MDMBK 11	200	–	8.94	9.75	–	–	21.07.11	–
PROMBK 12	200	–	10.64	9.63	–	–	23.05.12	–
SUDBNK 12	50	n/a	n/a	12	–	–	20.12.17	–
URSAP 10	30	–	7.87	12.25	–	–	06.07.10	–
URSAP 11	130	–	10.43	12	–	–	30.12.11	–

Источник: данные компаний, Bloomberg, «ВТБ Капитал»

С другой стороны, нужно признать, что в тех условиях банк действовал весьма рационально. Собственно, идея встраивания в структуру субординированных облигаций колл-опциона и заключается в том, чтобы предоставить банкам большую гибкость при управлении капиталом. Когда же, как не в кризисный момент, использовать эту возможность?

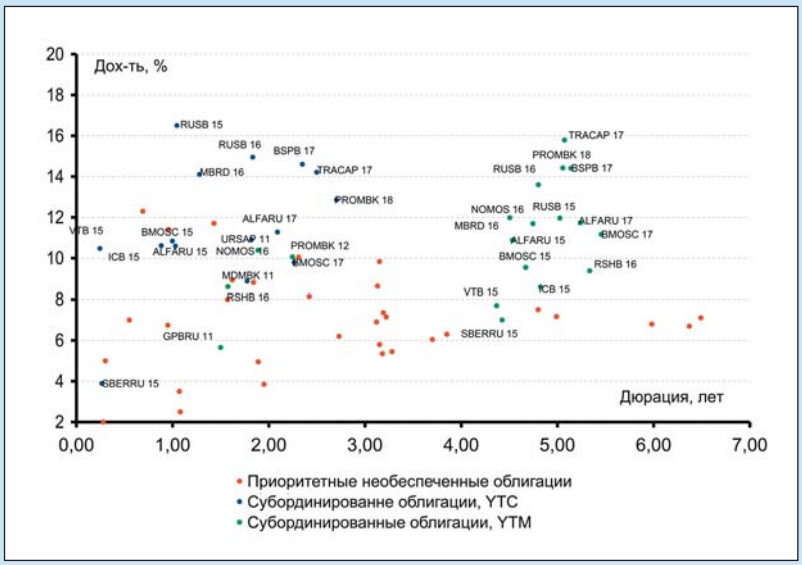
В начале сентября 2009 года, когда, казалось бы, рынки уже пришли в форму, испанский Santader и британский RBS также не исполнили колл-опционы по своим субординированным еврооблигациям. Однако существенное отличие этих эпизодов состоит в том, что выкуп бумаг был заблокирован регуляторами, хотя сами банки вроде бы хотели забрать бумаги с рынка. Позиция чиновников — не следует использовать государственную помощь банковской системе столь прямолинейно в интересах equity-инвесторов, к которым были приравнены и держатели субординированных займов. Мол, держатели субординированного долга тоже должны (хотя бы частично) почувствовать на себе удар кризиса.

В свою очередь, мы полагаем, что абсолютное большинство российских субодинированных облигаций будет выкуплено банками в течение ближайших двух лет в даты колл-опционов.

Стандарты поведения будут наверняка заданы госбанками: в ближайшее время именно им предстоит первыми пройти тест на исполнение колл-опционов (Сбербанк, ВТБ; колл-опционы наступают в феврале 2010 года).

И Сбербанк, и ВТБ недавно получили весьма большой объем субординированных кредитов от государства (Сбербанк — около $16.7 млрд, ВТБ — $6.7 млрд) и не испытывают недостатка в капитале второго уровня. Более того, в начале года вице-президент и член правления Сбербанка Александр Морозов заявил, что банк собирается выкупить бумаги. Мы также получили письменный комментарий от представителя службы по связям с инвесторами Альфа-банка, подтверждающий намерение исполнить колл-опционы по выпускам банка.

Российские еврооблигации



Источник: Bloomberg, «ВТБ Капитал»

На наш взгляд, после того как соответствующую моду зададут крупнейшие российские банки, неисполнение опционов будет рассматриваться как признак слабости со всеми вытекающими негативными последствиями для их репутации на рынках капитала. В дальнейшем это может отрицательно сказаться на стоимости привлечения капитала.

Важно отметить, что в течение последних 12 месяцев многие российские банки уже выкупили часть своих субординированных займов, воспользовавшись вынужденной распродажей со стороны иностранных инвесторов (см. таблицу 1). Это еще один аргумент в пользу того, что эмитенты воспользуются колл-опционами.

Мы также считаем, что риск негативного вмешательства регулятора (по сценарию Santader и RBS) не очень велик в случае с российской банковской системой. В текущих условиях увеличения притока иностранного капитала и исторически высокой зависимости российских банков от внешних рынков Центробанк скорее всего будет только приветствовать досрочное погашение их валютных обязательств.