Михаил НИКИТИН,
кредитный аналитик, «ВТБ Капитал»

Сегмент субординированных бумаг российских банков — один из немногих сегментов, где сохраняется возможность получить высокую доходность при приемлемом уровне риска. В свою очередь, сами банки используют спрос на доходность для решения своих проблем с достаточностью капитала. Ситуация становится еще интереснее в связи с решением Банка России ввести для российских финансовых институтов новые стандарты достаточности капитала уже в следующем году. Для того чтобы соотнести ценовые процессы в сегменте с фундаментальным кредитным качеством бумаг, попытаемся ответить на ряд базовых вопросов.

Новая жизнь субординированного долга

ЗАЧЕМ НУЖНА СТРУКТУРНАЯ СУБОРДИНАЦИЯ?

Со времени принятия Базельских соглашений регуляторы признают капиталом второго уровня часть долга с признаками договорной субординированности по отношению к остальным обязательствам. Капитал второго уровня увеличивает числитель коэффициента общей достаточности капитала, и это дает банку определенную свободу действий со знаменателем — активами, взвешенными по уровню риска. Соответственно, экономический смысл субординации для банков сводится к возможности принимать повышенный риск, что компенсирует более высокую ставку по такого рода инструментам. Требования регуляторов привели к появлению отдельных классов ценных бумаг — иных убедительных оснований для ранжирования необеспеченных долговых обязательств каждого банка по старшинству не существует. В случае исключения из расчета капитала субординированный кредит становится для банка обычным долгом, премия за субординированность теряет для него смысл, и соображения процентной маржи возвращаются на первый план. С точки зрения инвестора, кредитный риск такой бумаги не меняется: вне зависимости от того, включается она в капитал или нет, инвестор имеет дело с требованием, которое в случае ликвидации будет удовлетворено в последнюю очередь. Впрочем, размер выплат каждому классу кредиторов решается в каждом конкретном случае и практически никогда не известен заранее.

Рисунок 1

Соотношение капитала и активов российского банковского сектора

Источники: ЦБ РФ, «ВТБ Капитал»

КАК СУБОРДИНАЦИЯ РАБОТАЕТ В РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКЕ БАНКОВСКИХ БАНКРОТСТВ?

Российская практика не дает оснований предполагать, что выплаты по субординированным обязательствам при банкротстве банка будут существенно

отличаться от выплат по остальным долгам. Вне зависимости от очередности, выплаты по всем видам банковского долга в случае отзыва лицензии были очень близки к нулю: в истории российского банковского сектора с 1998 года не было случая, чтобы банк возобновил выплаты кредиторам после фактического дефолта, и только один случай, когда график выплат по бондам был изменен с согласия кредиторов и эмитент успел сделать платеж по новому графику и выкупить часть бумаг, прежде чем лицензия была отозвана. В будущем инвесторы не застрахованы от попыток реструктуризации — сценария, в котором позиции субординированных кредиторов заведомо слабее остальных. Однако в российском правовом поле дефолт по существующему субординированному долгу мало чем отличается от дефолта по другим классам требований: в соответствии с Законом «О банках и банковской деятельности» регулятор обязан отозвать лицензию, если банк не способен удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам в течение 14 дней с наступления даты исполнения, а по действующей редакции Закона «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций» оснований для мер по финансовому оздоровлению банка, к которым теоретически может быть отнесена реструктуризация обязательств, в этом случае не возникает. Трактовка субординированного долга кардинально меняется со вступлением в силу поправок к инструкциям ЦБ, приближающих регулирование капитала российских банков к стандартам Basel III.

В КАКОЙ СТЕПЕНИ ПРЕДЛОЖЕНИЯ БАНКА РОССИИ СООТВЕТСТВУЮТ КОНЦЕПЦИИ BASEL III?

Неверно считать, что Basel III сводится к обновленным формулам расчета достаточности капитала. На деле это комплекс мер, определяющий требования к качеству капитала банков и его распределения по различным видам риска. Три области применения новых базельских стандартов являются ключевыми: новые определения нормативов достаточности капитала, взвешивание активов с учетом новой трактовки торговых операций и кредитного риска контрагента, а также новые требования к ликвидности и структуре фондирования. В проекте Банка России обозначена только первая часть Basel III — новые требования к качеству и структуре капитала. Они вступают в силу в большинстве стран в январе, а в России — в октябре 2013 года. Эволюционный подход не противоречит Базельским соглашениям: в глобальном масштабе переход растянут до 2019 года. Российский регулятор отличается тем, что он заявляет о переходе на новые стандарты, минуя часть реформы, которую обычно обозначают как Basel II и которая представляет собой масштабные изменения в расчете активов, взвешенных по уровню риска. Подход Банка России можно считать упрощенной версией Basel II или даже скорректированным с учетом национальных особенностей Basel I, причем корректировки эти заключаются в «точечном» применении повышенных (иногда запретительных) весов для отдельных классов активов и операций, по тем или иным причинам отнесенных ЦБ в категорию высокорискованных. Быстрое внедрение портфельного базельского подхода к аллокации капитала невозможно технически: для этого требуется как минимум переход на международные стандарты финансовой отчетности. Поэтому действия российского регулятора пока сводятся к дестимулированию увеличения риска на единицу капитала — иначе говоря, к принудительному снижению левериджа банковских позиций в определенных финансовых инструментах.

«НОВЫЕ ПРАВИЛА РАСЧЕТА РЫНОЧНОГО РИСКА МОГУТ СУЩЕСТВЕННО ПОВЛИЯТЬ НА ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ В РЕЙТИНГОВОМ ДИАПАЗОНЕ B–BB»

Таблица 1

Показатели достаточности и структуры капитала 20 крупнейших банков России на 1 октября 2012 г. (на основе неконсолидированных данных РСБУ, без учета дочерних иностранных банков)

	Собственный капитал, млрд руб.	Скор. RWA*, млрд руб.	H1	Основной капитал / скор. RWA
Сбербанк	1,546.7	12,888.9	12.0%	6.6%
ВТБ	465.1	3,812.6	12.2%	7.2%
Газпромбанк	325.9	2,876.1	11.3%	7.8%
РСХБ	171.2	1,257.9	13.6%	9.0%
Банк Москвы	166.7	1,211.7	13.8%	10.7%
Альфа-Банк	146.8	1,293.5	11.4%	7.1%
ВТБ-24	144.3	1,295.5	11.1%	7.2%
НОМОС-БАНК	79.0	670.4	11.8%	6.3%
Промсвязьбанк	72.4	682.0	10.6%	6.7%
Транскредитбанк	66.6	534.7	12.5%	7.6%
АК БАРС Банк	52.5	355.2	14.8%	9.7%
«УРАЛСИБ»	52.4	501.0	10.5%	7.0%
МДМ Банк	40.6	364.9	11.1%	8.9%
Банк «Санкт-Петербург»	39.7	351.0	11.3%	8.2%
Связь-Банк	39.2	262.0	15.0%	7.5%
Банк «Русский Стандарт»	38.4	278.4	13.8%	7.0%
ХКФБ	35.2	273.4	12.9%	8.8%
Московский Кредитный Банк	34.1	296.4	11.5%	8.1%
Банк «РОССИЯ»	30.6	259.2	11.8%	7.2%
Ханты-Мансийский банк	29.0	266.4	10.9%	8.0%
Среднее по топ-20	**–**	**–**	**12.2%**	**7.8%**

* Взвешенные с учетом риска активы
Источники: ЦБ РФ, «ВТБ Капитал»

НАЙТИ РАЦИОНАЛЬНОЕ ОБОСНОВАНИЕ СУЩЕСТВУЮЩИМ СПРЕДАМ СЛОЖНО, В ТОМ ЧИСЛЕ ИЗ-ЗА ВВЕДЕНИЯ BASEL III, ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ КОТОРОГО ДЛЯ РОССИЙСКИХ БАНКОВ СУЩЕСТВУЮТ В ВИДЕ ПРОЕКТА

КАКОВА МОТИВАЦИЯ ДЛЯ УСКОРЕННОГО ВВЕДЕНИЯ НОВЫХ СТАНДАРТОВ?

Ужесточение требований к достаточности капитала в теории работает как на макро-, так и на микроуровне, повышая защитные характеристики банковского сектора. Структурная проблема сектора заключается в несбалансированном росте высокодоходного розничного сегмента в условиях ограниченной ликвидности. На макроуровне это ведет к стимулированию потребительского спроса в ущерб инвестиционному, на микроуровне — повышает уязвимость к циклическим рискам банков вместе с их заемщиками, а в качестве побочного эффекта — вызывает переток депозитов в банки с более агрессивной кредитной политикой. Повышение требований к капиталу, согласно классическому замыслу банковских регуляторов, должно сыграть роль естественного ограничителя. Одновременно российский ЦБ намерен ввести более жесткие правила и для торговых инструментов (акций, облигаций, деривативов) через существенное увеличение весов отдельных типов бумаг в расчете эквивалента рыночного риска. В итоге банки вынуждены искать способы рекапитализации как для поддержания темпов роста кредитования, так и для наращивания позиций в бумагах с рейтингом ниже инвестиционного.

КАК ВЛИЯЮТ НОВЫЕ ТРЕБОВАНИЯ К КАПИТАЛУ НА НОРМАТИВЫ БАНКОВ?

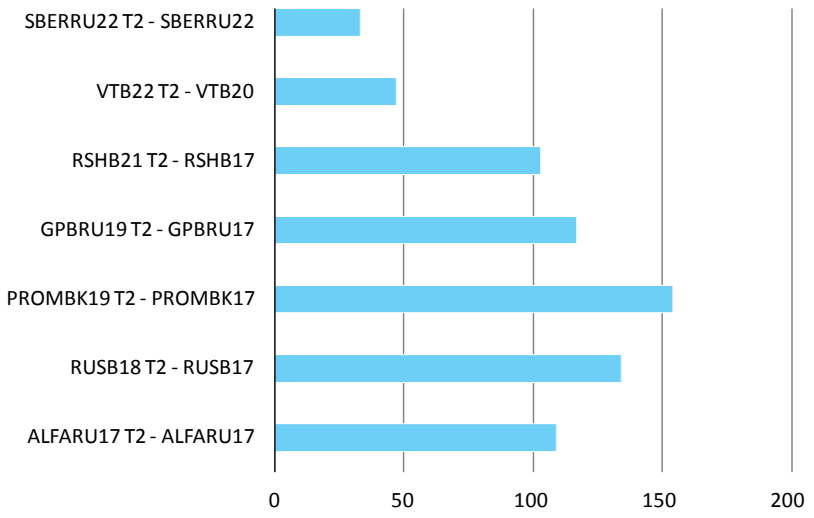
Регулятор ужесточает требования к структуре капитала и параллельно увеличивает веса для отдельных классов активов в фазе возобновления циклического роста. Такое изменение правил по ходу игры — новый опыт для российских банков. Запас прочности по нормативу Н1, созданный в годы посткризисной стагнации в секторе, почти израсходован (см. рисунок 1). Введение понятия активов с повышенным уровнем риска и соответствующих корректировок в знаменателе норматива в июле 2012 года стоило банкам порядка 70 б.п. общего уровня достаточности капитала. На системном уровне это немного, однако на рынке есть банки (в том числе крупные), у которых Н1 близок к минимально допустимым 10% (см. таблицу 1). В будущем году повышение эквивалентов риска для инструментов торгового портфеля (ориентировочно, с 1 февраля) может привести к потере еще 75–100 б.п. от текущих значений Н1. Практически одновременно ЦБ вводит повышенные коэффициенты риска и требования к резервированию потребительских кредитов с высокими процентными ставками, выданных после 1 января 2013 года. С 1 апреля «для аналитических целей» и с 1 октября для целей применения к банкам мер регуляторного воздействия может быть введен расчет новых нормативов достаточности базового и основного капитала. Субординированные кредиты, условия которых не подразумевают автоматической конвертации в акционерный капитал или отсрочки по выплатам в случае вынужденной рекапитализации банка-эмитента, будут постепенно исключаться из расчета. Почти все перечисленные инициативы пока существуют в виде проектов, но Банк России не давал повода усомниться в серьезности своих намерений.

КАК МОГУТ ПОВЛИЯТЬ НОВЫЕ ПРАВИЛА ЦБ НА ОБЩУЮ КОНЪЮНКТУРУ РЫНКА?

Возможность рекапитализации за счет рыночных инструментов IPO/SPO и субординированного долга доступна далеко не всем банкам, качество нерыночных источников капитала все более жестко контролируется ЦБ, а у частных акционеров в последние годы нет очевидных экономических стимулов для внесения в капитал дополнительных денежных средств. В связи с этим на системном уровне возможен еще один экономический эффект: перенос повышения стоимости капитала и резервов на эмитентов и заемщиков с рейтингами ниже инвестиционного уровня через премию к доходности. Вступающие в силу с 1 февраля 2013 года новые пра-

Рисунок 2

Спреды субординированных и старших еврооблигаций российских банков, б.п.



Источники: Bloomberg, «ВТБ Капитал»

вила расчета рыночного риска (положение 387-П) могут существенно повлиять на доходности в рейтинговом диапазоне B–BB. Именно в этом сегменте банки, имеющие доступ к рефинансированию ЦБ РФ, доминируют в качестве покупателей, и не похоже, чтобы в нем появился замещающий спрос со стороны институциональных и иностранных инвесторов. Аппетит российских банков к корпоративным облигациям может снизиться и в отношении первичных размещений.

ЧЕМ СУБОРДИНИРОВАННЫЙ ДОЛГ ОТЛИЧАЕТСЯ ОТ ОСТАЛЬНЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ?

С января 2013 года для включения субординированных облигаций в капитал второго уровня документация по ним должна включать условие об обязательной конвертации или списании. В сущности, с учетом условий о списании на покрытие убытков, требования Базельского соглашения делают держателей субординированного долга по очередности требований ближе к акционерам, чем к другим кредиторам. На практике применение этих положений предполагает возможность приостановки эмитентом выплат по требованию регулятора и при наличии определенных условий, необязательно подразумевающих начало процесса ликвидации банка. Вступление данного условия в силу зависит от результатов «теста на нежизнеспособность». Применительно к российским банкам, единый критерий нежизнеспособности ставится в прямую зависимость от показателя достаточности капитала первого уровня, причем тестовый уровень превышает минимально допустимое значение норматива. В отличие от держателей старших долговых бумаг и существующих облигаций второго уровня, владельцы субординированных облигаций, структурированных в соответствии с правилами Basel III, не получат возможность требовать их немедленного погашения в случае отсрочки выплаты купона, поскольку такое событие не относится к событиям дефолта. Если ЦБ РФ не отложит введение нового норматива достаточности капитала, то после 1 января 2013 года размещать субординированные облигации по старым правилам уже будет бессмысленно.

В ЧЕМ ПРИНЦИПИАЛЬНОЕ ОТЛИЧИЕ БЕССРОЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ?

Согласно проекту новых правил ЦБ РФ бессрочные облигации могут учитываться как дополнительный инструмент первого уровня — при условии, что предусмотрен механизм разделения убытков в форме обязательной конвертации или положения о списании. На первый взгляд может показаться, что само понятие «бессрочные ноты» предполагает дополнительную премию за сложность инструмента, однако на деле — с точки зрения оценки кредитного риска бумаги — определяющее значение имеет формулировка условия о списании на покрытие убытков. В международной практике используются различные способы структурирования младших бумаг и доходность определяется в основном наличием триггеров обязательной конвертации или списания долга. Такого рода гибридные структуры фактически эквивалентны акционерному капиталу с точки зрения риска, но при этом являются инструментами с фиксированной (и, как правило, сравнительно высокой) доходностью и создают возможности для арбитража между разными уровнями капитала. Среди европейских банков и инвесторов особую популярность приобрели так называемые contingent convertibles, причем и среди таких бумаг есть выпуски, подразумевающие списание основной суммы, — например, недавний десятилетний выпуск британского Barclays, одним из условий которого является принудительное списание при снижении коэффициента достаточности капитала первого уровня ниже 7%.

КАК ВЛИЯЮТ НА ЦЕНЫ БУМАГ КОЛЛ-ОПЦИОНЫ?

Колл-опционы с изменением купона были распространены на рынке субординированных банковских облигаций, но сейчас ситуация меняется. Теперь при принятии решения об исполнении колл-опционов банки ищут компромисс между выгодой, которую дает отказ от досрочного погашения с точки зрения коэффициентов достаточности капитала, и возможностью размещения новой субординированной бумаги как минимум на сопоставимых условиях. Понятно, что прогнозировать вероятность выкупа на 5–10 лет вперед достаточно сложно даже с учетом существования развитого форвардного рынка казначейских облигаций США. «Репутационный» аспект колл-опционов на сегодняшний день уже не играет роли, и, судя по предложенным недавно условиям обмена долга итальянского банка Intesa Sanpaolo, может быть создан прецедент исключения колл-опциона из условий облигаций вообще без согласия кредиторов, но при наличии относительно справедливого предложения по конвертации в новые бумаги.

КАК ОЦЕНИВАТЬ СУБОРДИНИРОВАННЫЕ ВЫПУСКИ РОССИЙСКИХ БАНКОВ В ДАННОМ КОНТЕКСТЕ?

Субординированные облигации российских банков никогда не оценивались рынком исходя из ожидаемого уровня восстановления. Скорее, в качестве ключевого фактора оценки рынок ориентируется на преобладающий уровень спредов субординированного и старшего долга на европейском рынке, а также на спреды по бумагам других развивающихся рынков (в частности, Мексики и Бразилии). Последние очень сильно отличаются по ликвидности и базе инвесторов от российских бумаг. Поэтому уровень спредов субординированных и старших облигаций российских банков исторически больше зависит от технических факторов и общего аппетита к риску (см. рисунок 2). Найти рациональное обоснование существующим спредам сложно, в том числе из-за введения Basel III, основные положения которого для российских банков существуют в виде проекта. Большинство обращающихся выпусков по своей структуре являются менее рисковыми инструментами по сравнению с теми, которые соответствуют новым критериям. Сам факт введения новых требований косвенно подтверждает, что существующие субординированные облигации капиталом фактически не являются. При этом ретроспективное введение критериев принудительного списания в условия выпущенных бумаг вряд ли возможно, в противном случае не имеет смысла возможность постепенного вычета из капитала в течение 10 лет. В результате, по мере роста предложения новых бумаг — по крайней мере, тех банков, которые смогут найти на них рыночный спрос, — «старые» будут смещаться в общей структуре капитала банков в сторону старшего долга.