Айгуль ШАЙХУТДИНОВА,
начальник управления структурирования и сопровождения деятельности на рынке ценных бумаг, инвестиционный департамент, Промсвязьбанк

ОБЫЧНО ПРАКТИКА ИНИЦИИРУЕТ ПОЯВЛЕНИЕ НОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ И ПРОВОЦИРУЕТ РАЗВИТИЕ УЖЕ СУЩЕСТВУЮЩИХ. НО БЫВАЮТ СЛУЧАИ, КОГДА «ТЕОРЕТИЧЕСКАЯ», ЗАКОНОДАТЕЛЬНАЯ, ПЕРСПЕКТИВА ШИРЕ И ВОЗМОЖНОСТИ, КОТОРЫЕ ОНА ПРЕДУСМАТРИВАЕТ, ОСТАЮТСЯ ЛИБО ВОВСЕ НЕ ВОСТРЕБОВАННЫМИ РЫНКОМ, ЛИБО ВОСТРЕБОВАНЫ ЛИШЬ ОТЧАСТИ. СУБОРДИНИРОВАННЫЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ — КАК РАЗ ТОТ САМЫЙ СЛУЧАЙ.

Урок субординации

КРАТКИЙ CASE-STUDY ПО ВЫПУСКУ РУБЛЕВЫХ СУБОРДИНИРОВАННЫХ БОНДОВ

Российское законодательство давно предусматривает выпуск субординированных рублевых облигаций, но этот инструмент почти не распространен среди заемщиков. Сегодня на рынке обращаются только два подобных выпуска — облигации ОАО «Промсвязьбанк» серии 13 на сумму 5 млрд руб. и бумаги КБ «НЕФТЯНОЙ АЛЬЯНС» серии 01 на сумму 250 млн руб. Это вполне объяснимо: требования, которые российский банковский регулятор предъявляет к субординированным бумагам, явно не способствуют тому, чтобы банки-эмитенты и потенциальные инвесторы считали данный финансовый инструмент полноценным и широко использовали его для своих целей. В то же время возникает справедливый вопрос, почему у банков традиционно востребовано привлечение субординированного долга в форме еврооблигаций, а продукт, сходный с ними по своей природе, но предусмотренный российским правом, не нашел широкого прикладного применения?

Для начала сравним ключевые характеристики каждого из инструментов — рублевой облигации и облигации, номинированной в иностранной валюте, — продемонстрировав их особенности, преимущества и недостатки.

Как видно из таблицы 1, различий достаточно много, но, несмотря на дорогую процедуру выпуска валютных субординированных облигаций, их популярность обусловлена в первую очередь сформировавшимся рынком со своей длительной историей и участниками. Еврооблигации российских заемщиков, включая банковские субординированные займы, являются частью глобального рынка, который упорядочен, понятен и инфраструктурно оформлен по принципу best practice. Наличие потенциальной широкой базы инвесторов, заинтересованных принять участие в размещении евробонда, является основным фактором востребованности данного инструмента. На практике участие иностранных инвесторов может составлять более половины от общего числа покупателей, приобретающих евробонды. Конечно, данное соотношение зависит от кредитного качества эмитента, предлагаемой ставки долгового финансирования и конъюнктуры. Российскому рынку (в том числе фондовой бирже) очень тяжело конкурировать с рынком еврооблигаций не только с точки зрения потенциального спроса, но и инфраструктурно, учитывая надежность, оперативность и технологичность работы двух крупных расчетных организаций — Euroclear и Clearstream. Поэтому вряд ли рублевые субординированные облигации смогут стать полноценной альтернативой валютным бумагам. Однако рублевые субординированные облигации могут быть точечно использованы коммерческими банками в качестве источника финансирования при условии, что такой инструмент найдет своего инвестора.

При этом важно отметить, что российский регулятор накладывает специальное ограничение на инвесторскую базу: положение ЦБ РФ от 10 февраля 2003 года № 215-п запрещает физическим лицам приобретать рублевый «суборд». Несмотря на это, субординированные рублевые облигации могут размещаться на фондовой бирже, по ним допускается только закрытая подписка (исключительно среди юридических лиц). Это ограничение выглядит неоднозначным, поскольку стоит изменить инструменту «резидентство», и его могут приобретать физические лица. Правда, в таком случае приобретают актуальность требования, предъявляемые к инвесторам, покупающим ценные бумаги иностранных эмитентов, — они должны быть квалифицированы в соответствии с требованиями законодательства, регулирующего рынок ценных бумаг. На наш взгляд, в этой части вполне логичным и справедливым было бы поставить знак равенства и расширить возможность приобретения субординированных рублевых облигаций за счет участия квалифицированных инвесторов — физических лиц. По сути, категория «квалифицированный инвестор» характеризует обладателя данного статуса особым, более осознанным отношением к риску.

Российские коммерческие банки могут приобретать субординированные рублевые бонды других банков без нагрузки на капитал при условии, если стоимость приобретенных бумаг не

превышает одновременно 1% от величины уставного капитала банка-эмитента и 5% от совокупной величины собственных средств банка-инвестора. Исходя из консервативной трактовки законодательства, данное условие не распространяется на субординированные еврооблигации, поскольку формальным эмитентом по ним выступает не кредитная организация, а специально созданная компания.

Сама процедура выпуска, размещения и обращения рублевых «субордов» находится на стыке регулирования нескольких нормативно-правовых актов (что характерно не только для данного инструмента, а является особенностью отечественного, «многоярусного» регулирования в целом). Практически каждый этап процесса эмиссии банку-эмитенту необходимо согласовывать с Центробанком. Наверное, самым ключевым согласовательным предметом является ставка, которая, во-первых, должна быть посильна для банка-эмитента, во-вторых, должна быть интересна для потенциального инвестора и, в-третьих, должна соответствовать допустимому диапазону, предусмотренному или одобренному заранее регулятором.

Условно процесс эмиссии субординированных рублевых облигаций можно представить несколькими этапами (см. таблицу 2).

Ориентировочные сроки реализации проекта эмиссии субординированных рублевых облигаций, предусмотренные нормативно-правовыми актами, приведены для наглядности в таблице 3. Особо стоит отметить реальную возможность для сокращения сроков за счет двух факторов: во-первых, регулятор может провести эмиссионные процедуры и/или рассмотреть ходатайство быстрее установленных сроков, во-вторых, часть процедур можно проводить параллельно, например, ходатайство по согласованию диапазона процентной ставки можно подать одновременно (либо чуть позднее) с подачей эмиссионных документов на регистрацию выпуска облигаций. Конечно, определенный субъективизм со стороны представителей банковского регулятора нельзя недооценивать — он однозначно является одним из факторов, который влияет как на срочность, так и результат.

Хотелось бы особо отметить, каким образом проводится «целевое ориентирование» процентной ставки, а точнее, ее диапазона, который в соответствующем ходатайстве банк-эмитент должен согласовать с Банком России. Во-первых, ориентиром могут выступать рыночные аналоги, например субординированный рублевый выпуск облигаций ОАО «Промсвязьбанк» серии 13 на 5 млрд руб., размещение которого состоялось 10 августа 2012 года со ставкой купона 12.25% годовых и сроком погашения через 5.5 года. Основными параметрами, которые при таком позиционировании нужно принять во внимание, будут: размер премии между кривой рублевых несубординированных облигаций Промсвязьбанка и кривой рублевых облигаций банка — будущего эмитента субординированных рублевых облигаций[1], дюрация облигационных выпусков, премия за дебютное размещение рублевых субординированных бумаг, рыночная конъюнктура,

Таблица 1

Сравнение основных параметров субординированных финансовых инструментов

Параметры сравнения[2]	Субординированные валютные инструменты	Субординированные рублевые облигации
Эмитент	SPV	Непосредственно сам банк
Юридические расходы	$350 000–400 000	отсутствуют
Расходы на аудит, налоговых консультантов и регистрацию проспекта	$150 000–200 000	$30 000–120 000
Ориентировочное время на подготовку и размещение выпуска	4 месяца	3–3.5 месяца
Эмиссионная документация и требования по раскрытию информации	требуется проспект эмиссии, раскрытие информации в составе отчетности по МСФО и отчета о соблюдении ковенантов, предусмотренных условиями выпуска	требуется проспект эмиссии, раскрытие информации в соответствии с требованиями ФСФР
Ориентировочный минимальный размер выпуска	$100 000 000 –200 000 000	от $30 000 000
Комиссия за организацию выпуска	традиционно комиссия за организацию размещения валютных инструментов более высокая	
Максимальный купон[3]	15% (для облигаций, номинированных в иностранной валюте)	9.075% (для облигаций, номинированных в рублях)
Применимое право	английское	российское
Инвесторы	широкая база иностранных инвесторов, квалифицированных в соответствии с локальным правом; российские инвесторы — только квалифицированные юридические и физические лица	прямое участие иностранных инвесторов крайне неактивное; российские инвесторы — только юридические лица, квалификация не требуется
Валюта	любая	рубли
Согласовательные процедуры с ЦБ РФ	• одобрение проекта кредитного соглашения • получение разрешения на включение денежных средств в капитал после окончания размещения	• согласование проекта решения о выпуске ценных бумаг • регистрация выпуска ценных бумаг • одобрение диапазона процентной ставки по облигациям до их размещения • регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг • получение разрешения на включение денежных средств в капитал после окончания размещения
Срок включения денежных средств, полученных в результате размещения, в капитал	срок стандартный (30 дней с момента подачи соответствующего ходатайства), не зависит от инструмента, в результате размещения которого произошло поступление указанных средств	
Ликвидность рынка	исторически сложившийся в мировых масштабах ликвидный рынок (ликвидность зависит от привлекательности заемщика)	несмотря на возможность биржевого обращения ценных бумаг, ликвидность низкая
Возможность использования в качестве инструмента рефинансирования ЦБ РФ	«ломбардность» на субординированные ценные бумаги не распространяется	

[1] Мы исходим из того, что у коммерческого банка, планирующего разместить субординированные рублевые облигации, обращаются на рынке «обычные» рублевые облигации.

[2] Представленные значения обусловлены практическим опытом проведения сделок Промсвязьбанком или являются оценкой Промсвязьбанка.

[3] В соответствии с Налоговым кодексом Российской Федерации (ст. 269). В частности, предельная величина процентов, признаваемых расходом (включая проценты и суммовые разницы по обязательствам, выраженным в условных денежных единицах по установленному соглашением сторон курсу условных денежных единиц), принимается равной ставке рефинансирования Центрального банка Российской Федерации, увеличенной в 1.1 раза, — при оформлении долгового обязательства в рублях и равной 15% — по долговым обязательствам в иностранной валюте.

Этап	Описание	Комментарий
1	Принятие банком управленческого решения о выпуске облигаций, начало подготовки эмиссионной документации	Подготовка эмиссионных документов по субординированным облигациям в целом не отличается от аналогичного процесса по «обычным» бумагам
2	Направление в территориальное учреждение Банка России проекта решения о выпуске ценных бумаг для получения письменного ответа о соответствии данного документа требованиям Положения № 215-п	Положительный ответ регулятора будет содержать оговорку в отношении важного параметра облигации — процентной ставки, которая должна быть согласована отдельно
3	Регистрация выпуска ценных бумаг Департаментом лицензирования деятельности и финансового оздоровления кредитных организаций Банка России[1]	Данная процедура ограничена сроком в 30 дней с момента подачи эмитентом документов на регистрацию. Указанный срок является стандартным для любых ценных бумаг, выпущенных коммерческими банками
4	Определение эмитентом предполагаемого рыночного диапазона процентной ставки, с которым он планирует выйти на рынок с маркетингом выпуска	Регулятор достаточно жестко определил максимально возможный уровень процентной ставки в отношении каждого вида субординированных ценных бумаг — в зависимости от валюты инструмента. В частности, актуальными на текущее время являются следующие ставки: • для долговых обязательств, номинированных в иностранной валюте —15%; • для облигаций, номинированных в рублях, — 9.075%. Очевидно, что допустимый уровень ставки по рублевым субординированным облигациям далек от реальных запросов рынка. Поэтому, учитывая готовность Банка России вести в данном направлении своеобразный диалог, а именно принимать во внимание доводы банка-эмитента в отношении «справедливой» ставки, до размещения облигаций заемщику необходимо направить регулятору соответствующее ходатайство. На практике такое ходатайство может быть адресовано как в Департамент банковского регулирования Банка России, так и в территориальное учреждение по месту «прописки» коммерческого банка. С этой точки зрения лояльность некоторых территориальных учреждений не может не радовать. В то же время это вполне логично, поскольку именно территориальные учреждения Банка России принимают финальное решение о возможности включения средств, полученных в результате размещения облигаций, в дополнительный капитал банка
5	Маркетинг выпуска облигаций, размещение облигаций и подведение итогов размещения — подача отчета об итогах выпуска ценных бумаг	Окончательно цель эмиссии для коммерческого банка можно считать достигнутой, когда территориальное учреждение Банка России даст согласие на включение денежных средств в капитал

Таблица 2

Эмиссия субординированных рублевых облигаций

которая, в свою очередь, может обуславливать дополнительную премию.

Во-вторых, при условии обращения на рынке валютных инструментов банка — будущего эмитента субординированных рублевых облигаций можно определить премию за «субординированность» путем вычисления спреда между «старшим» траншем евробондов и субординированным выпуском евробондов. Далее необходимо смоделировать позиционирование «обычного» рублевого выпуска облигаций на предполагаемый срок обращения рублевого «суборда» (то есть как минимум на 5.5 года) и «применить» премию за «субординированность», а также дополнительную премию за дебют выпуска.

Мы привели последовательность процессов, исходя из текущего положения.

Таблица 3

Оценка сроков реализации проекта эмиссии субординированных рублевых облигаций

Процедуры	Сроки, предусмотренные законодательно
1. Согласование проекта решения о выпуске ценных бумаг	30 дней
2. Регистрация Банком России выпуска ценных бумаг	30 дней
3. Одобрение Банком России диапазона процентной ставки по облигациям до их размещения	30 дней
4. Размещение облигаций	не ранее чем через 14 дней с момента опубликования эмитентом зарегистрированного проспекта облигаций
5. Регистрация Банком России отчета об итогах выпуска ценных бумаг	14 дней
6. Получение разрешения на включение денежных средств в капитал после окончания размещения	30 дней

Однако в связи с опубликованием на официальном сайте ЦБ проекта указания Банка России «О порядке расчета собственных средств (капитала) кредитных организаций в соответствии с Базелем III» возникает несколько вопросов, связанных с перспективой размещения и обращения субординированных ценных бумаг.

В первую очередь, указанный проект вводит обязательное требование о включении в условия выпуска субординированных ценных бумаг их конвертацию в обыкновенные акции при нарушении коммерческим банком норматива достаточности базового капитала.

Кроме того, проект устанавливает, что субординированные облигационные займы, выпущенные до 1 января 2013 года и не содержащие приведенное выше условие о конвертации, подлежат поэтапному исключению из расчета величины собственных средств коммерческого банка (списание суммы основного долга должно производиться ежегодно по 10%). Поскольку выпущенными облигациями, на наш взгляд, считаются бумаги, выпуск которых зарегистрирован (а не размещен фактически), мы полагаем, что облигации, зарегистрированные до 1 января 2013 года и размещенные до 1 января 2014 года, могут быть учтены при расчете собственного капитала коммерческого банка (с применением, естественно, впоследствии процедуры их поэтапного исключения). Однозначного понимания о вступлении в силу изменений, установленных проектом, у участников рынка нет: дискуссии по документу до сих пор ведутся, а Банк России в качестве плановой даты запуска обозначил 1 апреля 2013 года. Однако можно утверждать, что планировать и реализовывать субординированные сделки будет сложнее, поскольку субординированная долговая бумага все больше приобретает признаки ценных бумаг прямого, долевого участия. В то же время нельзя не отметить, что в последние месяцы число коммерческих банков, заявивших о намерениях разместить субординированные рублевые облигации, резко увеличилось. Об этом свидетельствует публичное раскрытие соответствующей информации таких банков, как ОАО «Банк "Петрокоммерц"», ОАО «Московский Кредитный Банк» (МКБ), ЗАО «ТКБ» (Транскапиталбанк), ОАО «КБ "Восточный"». Будут ли эти сделки продолжать историю развития сектора российских субординированных облигаций — покажет время.

[1] Имеются в виду выпуски облигаций коммерческих банков на сумму 1 млрд руб. и выше.

FINANCIAL CBONDS INFORMATION

международные проекты

Вы всегда найдете нужный ориентир на финансовом рынке

на правах рекламы