**Надежда БОЖЕНКО,**
аналитик департамента долговых инструментов, «УРАЛСИБ Кэпитал»

# Кокосовый урожай

## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ СРЕДИ СУБОРДОВ НОВОГО ОБРАЗЦА[1]

С 1 января 2014 года вступили в силу новые требования к достаточности капитала. Начиная со второго полугодия 2011 года и вплоть до недавнего времени российский банковский сектор демонстрировал очень высокие темпы роста, которые в отдельные периоды превышали 30% год к году, а в розничном сегменте и вовсе 40% в год. На фоне очень слабого экономического роста это рано или поздно должно было привести к ухудшению качества банковских активов, признаки которого стали отчетливо проявляться в начале 2013 года.

Осознав надвигающуюся проблему, ЦБ РФ с целью более эффективного управления рисками в банковском секторе начал ужесточать регулирование, в частности, быстро внедрять новые требования к капиталу в соответствии с положениями «Базеля III» (Положение 395-П), которые предусматривают отдельный расчет показателей достаточности базового и совокупного капитала первого уровня — в дополнение к показателю общей достаточности капитала. Изначально предполагалось, что банки должны производить расчет этих коэффициентов в тестовом режиме с 1 мая 2013 года, а в обязательном порядке — с 1 октября 2013 года. Однако для отдельных участников требования и сроки их внедрения оказались чересчур жесткими, и в результате было решено смягчить ряд нормативов, а срок их исполнения перенести на 1 января 2014 года. При этом ЦБ вновь проявил лояльность, пообещав в течение 2014 года не предпринимать санкции в отношении банков, которые не могут выполнить новые нормативы.

### НОВЫЕ УРОВНИ КАПИТАЛА И БОЛЕЕ ЖЕСТКИЕ НОРМАТИВЫ

В дополнение к действующему нормативу Н1 (станет Н1.0), требующему поддержания достаточности общего капитала на уровне не ниже 10%, Банк России ввел коэффициенты достаточности для двух дополни-

[1] Кокосовые облигации — тип конвертируемых облигаций, обмен которых на акции является возможным в оговоренных случаях, например, если банк нарушит заданный уровень капитала.

тельных уровней капитала — базового (Н1.1) и основного (Н1.2). В проекте Положения 395-П пороговые значения для Н1.1 и Н1.2 были установлены на уровне 5.6% и 7.5% соответственно, что заметно выше, чем минимальные требования Базельского комитета (4.5% и 6.0% соответственно). Однако многие участники рынка, в число которых входили крупные банки, оказались перед риском невыполнения установленных нормативов, вследствие чего ЦБ принял решение смягчить первоначальные требования, понизив пороговые уровни до 5.0% для Н1.1 и до 5.5% для Н1.2. К базовому капиталу относятся в основном обыкновенные акции и аудированная нераспределенная прибыль за вычетом ряда статей (в том числе нематериальных активов и некоторых категорий инвестиций в другие финансовые компании). Основной капитал, помимо указанных элементов, включает в себя привилегированные акции без дивидендов, подлежащие конвертации в обыкновенные акции (если норматив Н1.1 банка составляет менее 2% — чрезвычайный случай, поскольку банки будут обязаны поддерживать этот коэффициент на уровне выше 5.0%). Кроме того, в основной капитал входят другие конвертируемые инструменты, способные абсорбировать убытки, такие как субординированные облигации со специальными условиями, ранее учитывавшиеся в составе капитала первого уровня, и бессрочные облигации. Другие типы конвертируемых «префов» учитываются в капитале второго уровня, в него также включаются субординированные облигации, выпущенные после 1 марта 2013 года и способные абсорбировать убытки (если Н1.1 составит менее 2% либо АСВ предпримет в отношении эмитента меры, направленные на предотвращение банкротства). Привилегированные акции и субординированные облигации, выпущенные до 1 марта, постепенно (по 10% ежегодно) будут исключены из капитала второго уровня.

## ОСНОВНЫЕ ЭМИТЕНТЫ СУБОРДОВ НОВОГО ОБРАЗЦА

Помимо новых требований к достаточности капитала, ЦБ повысил требования к резервированию по необеспеченным потребительским кредитам, выданным клиентам, которые не обслуживаются в банке-кредиторе в рамках зарплатных проектов, а также увеличил коэффициенты риска по необеспеченным потребительским кредитам, выданным после 1 июля 2013 года. Эти меры стали дополнительным источником давления на капитал, в первую очередь для розничных банков, отдельные представители которых (преимущественно крупные) постарались компенсировать негативный эффект для достаточности капитала за счет размещения субординированных евробондов нового образца. Вторая категория заемщиков, которая стала активно прибегать к размещению новых субордов, — это госбанки. Для последних вопрос поддержания достаточности капитала обострился еще и в связи с тем, что у них довольно значительная часть совокупного капитала приходилась на субординированный долг старого образца, который с 1 января 2014 года ежегодно на 10% исключается из состава капитала. Так, в середине 2013 года у Сбербанка эта доля составляла примерно 33%, у Газпромбанка — порядка 30%. Как мы убедились впоследствии, именно эти два эмитента стали основными поставщиками субординированного долга на рынок.

## ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЙ

За 2013 год и начало 2014 года российские банки разместили субординированные еврооблигации нового образца на сумму более $7 млрд. Помимо этого, Газпромбанк привел условия по своему «вечному» евробонду на $1 млрд, выпущенному в октябре 2012 года и подлежащему ежегодной амортизации, в соответствии с требованиями «Базеля III». Как уже было отмечено, крупнейшими эмитентами субордов нового образца являются Газпромбанк (три выпуска в эквиваленте порядка

СБЕРБАНК И ГАЗПРОМБАНК СТАЛИ ОСНОВНЫМИ ПОСТАВЩИКАМИ СУБОРДИНИРОВАННОГО ДОЛГА НА РЫНОК

**Таблица 1**
**Торговые рекомендации среди кокосовых еврооблигаций**

| Выпуск | Цена закрытия, % | Валюта | Дата котировки | Купон, % | Оферта (call) | Погашение | Доходность, % | Z-спред | Примечание |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| GPBRU, perp | 101.57 | USD | 28.02.2014 | 7.875 | 25.04.2018 | – | 7.42 | 621 | Чрезмерно широкий спред к суборду старого образца при незначительной разнице в рисках |
| VTB, perp | 108.79 | USD | 28.02.2014 | 9.5 | 06.12.2022 | – | 8.08 | 574 | Привлекателен при ставке на восстановление рынка |
| SBERRU–24 | 99.12 | USD | 28.02.2014 | 5.25 | 26.02.2019 | 26.02.2024 | 5.7 | 421 | Привлекательная премия за встроенный колл–опцион |
| HCFB–21 | 99.82 | USD | 28.02.2014 | 10.5 | 17.04.2019 | 19.04.2021 | 10.54 | 857 | Недооценен относительно конкурентов |
| RCCF–19 | 97.99 | USD | 28.02.2014 | 13.5 | – | 22.05.2019 | 14.04 | 1259 | Значительная премия относительно конкурентов при сопоставимых рисках |

$2.1 млрд) и Сбербанк (два выпуска суммарным объемом $2 млрд). Кроме них подобные ноты имеются у ВТБ, Россельхозбанка, МКБ, ХКФ Банка, банка «Русский Стандарт», «Ренессанс Кредит», «Санкт-Петербург» и «Восточный Экспресс».

Давайте рассмотрим субординированные выпуски нового образца, которые являются инвестиционно-привлекательными.

- **GPBRU, perp.** На данный момент мы оцениваем риски списания евробондов нового образца для всех российских госбанков (Сбербанка, ВТБ, Газпромбанка) как минимальные. Рассчитанная к колл-опциону доходность GPB, perp составляет 7.42%, что эквивалентно премии порядка 240 б.п. относительно субординированного GPB-19, который был выпущен по старым правилам. В момент размещения GPB, perp его спред относительно GPB-19 составлял около 200 б.п. и впоследствии снижался даже до 100 б.п. в моменты благоприятной конъюнктуры на рынке. В период с даты размещения до дня обращения эмитента к держателям бондов за согласием на изменения его условий средний спред GPB, perp — GPB-19 составлял порядка 180 б.п. Его последующее резкое расширение до 300 б.п. мы расцениваем как неоправданно острую реакцию рынка, так как самым существенным изменением стало добавление условий списания номинала. Поскольку мы оцениваем вероятность срабатывания триггеров для Газпромбанка на горизонте нескольких лет как незначительную, то считаем текущую премию в 240 б.п. завышенной.
- **VTB, perp.** Выпуск еще не до конца восстановил позиции после начавшихся осенью прошлого года распродаж на рынке: в начале ноября его спред относительно VTB-22 был на 25 б.п. уже текущих значений, составляющих 146 б.п. Если сравнивать VTB, perp и GPBRU, perp с точки зрения Z-спредов и текущих премий относительно субордов старого образца, то последний выглядит предпочтительнее. С другой стороны, дюрация VTB, perp (5.9 года до колл-опциона) на 2.5 года длиннее, чем у GPB, perp (3.4 года до колл-опциона), что дает первому больший потенциал ценового роста при восстановлении рынка. Согласно индексу J.P. Morgan CEMBI, российский корпоративный спред сейчас составляет 375 б.п., что на 25 б.п. больше, чем в начале 2013 года, и на 75 б.п. — чем в апреле 2011 года. Более того, в случае если выпуски все же не будут выкуплены в рамках колл-опционов, держатели VTB, perp получат преимущество в виде более высоких купонных ставок, поскольку постоянный спред относительно базовых активов у VTB, perp почти на 100 б.п. шире по сравнению с GPB, perp.
- **SBERRU-24.** Бонд, в структуре которого присутствует встроенный колл-опцион в феврале 2019 года, торгуется с премией относительно старшего SBERRU-19 в размере 176 б.п., тогда как аналогичный спред между субордом нового образца SBERRU-23 и старшим SBERRU-22 составляет лишь 64 б.п. Компенсация за наличие колл-опциона в размере 110 б.п. представляется нам весьма щедрой, кроме того, в абсолютном выражении доходность SBERRU-24 (YTC 5.7%) на 35 б.п. выше, чем по субординированному GPB-19 (YTM 5.35%), притом что между старшими евробондами банков обычно присутствует дисконт в размере 75 б.п.
- **HCFB-21.** Выпуск, в структуре которого также присутствует колл-опцион, торгуется приблизительно на 25–60 б.п. выше, чем субординированные бонды нового образца МКБ и банка «Санкт-Петербург», обладающих более слабым набором кредитных рейтингов. В целом евробонды ХКФ Банка мы считаем самым привлекательным инструментом в секторе розничного кредитования. Самостоятельную кредитоспособность банка определяют его высокая прибыльность, достаточный запас ликвидности и комфортные показатели капитализации. Согласно нашей оценке, принимаемые меры по ограничению роста необеспеченных кредитов позволяют ХКФ Банку плавно адаптироваться к более жесткому регулированию ЦБ и сохранить запас прочности.
- **RCCF-19.** Премию порядка 190 б.п. относительно бондов остальных розничных банков мы считаем чрезмерной. Риск банка «Ренессанс Кредит» традиционно нелюбим инвесторами, но это, на наш взгляд, не оправдывает столь существенный спред при одинаковых рисках для сектора. Кредитный профиль «Ренессанс Кредита» не имеет серьезных недостатков (Н1 на 1 февраля —12.64%), а наблюдающееся ухудшение ряда финансовых показателей находится в рамках общерыночной тенденции.

ЗА 2013 ГОД И НАЧАЛО 2014 ГОДА РОССИЙСКИЕ БАНКИ РАЗМЕСТИЛИ СУБОРДИНИРОВАННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ НОВОГО ОБРАЗЦА НА СУММУ БОЛЕЕ $7 МЛРД