Егор ФЕДОРОВ,
старший кредитный аналитик,
ING Wholesale Banking Russia

Субординированные облигации российских банков: rest in peace?

Рынок субординированных облигаций российских банков превратился в экзотический. Позволить себе разместить новые субординированные бумаги на внутреннем рынке смогут только очень крепкие банки, на внешнем — один-два. Для остальных в условиях действующих санкций публичный долговой рынок закрыт.

В части влияния на долговые рынки второе полугодие 2017 года, пожалуй, сопоставимо с волной дефолтов по облигациям эмитентов третьего эшелона 2008–2009 годов. Как и в 2008 году, инвесторы осознали, что при изменении экономической конъюнктуры целый пласт компаний просто исчезнет, вторая половина 2017 года привела к переосмыслению рисков вложений в субординированные облигации банков. Переосмысление пришло как за счет риска, ассоциированного с конкретной отраслью (как в случае с компаниями третьего эшелона в 2008–2009 годах), так и за счет рисков, связанных с особенностями и спецификой конкретных инструментов (как в случае кризиса с subprime mortgage securities в США в 2007 году), и рисками действий регулятора, призванного защищать права инвесторов (списание еврооблигаций банка «ФК Открытие» с погашением в 2019 году представляется нам спорным).

ИНТУИТИВНЫЙ КРЕДИТНЫЙ АНАЛИЗ

Представьте себя в начале 2017 года. Если вы не сотрудник Центрального банка и не инсайдер (топ-менеджер / акционер спасенного / закрытого в будущем банка), могли ли вы представить себе сценарий санации одного из крупнейших частных банков или сразу трех-четырех банков и дальнейшего списания их субординированных выпусков? Честно признаюсь: в то время я не мог. В начале 2017 года экономика России начала показывать признаки роста, стоимость фондирования стремительно снижалась благодаря снижению инфляции, инфляционных ожиданий и ключевой ставки ЦБ, а качество кредитных портфелей банков перестало ухудшаться. Маржа Сбербанка — «зеркала» банковского сектора страны — восстановилась до предкризисных уровней, а стоимость кредитного риска снизилась и стабилизировалась. Более того, некоторые секторы демонстрировали отличные результаты: металлурги

пользовались качественным подъемом цен на фоне экологических инициатив в Китае, цены на нефть восстанавливались, аграрный сектор получил солидную поддержку благодаря эффекту антисанкций. Крупные частные банки — Промсвязьбанк, банк «ФК Открытие», Бинбанк — получили дополнительные клиентские потоки (бизнес) из-за санкций против крупных госбанков. Агентство Moody's в 2015–2016 годах отмечало этот фактор как положительный кредитный драйвер. Центральный банк РФ активно занимался расчисткой банковского сектора от небольших банков за пределами первой сотни. Случаи «зачистки» банков первой сотни были довольно редки. В это время казалось, что регулятор не видит серьезных проблем крупных частных банков из первой двадцатки. Серьезные проблемы с капиталом и качеством активов на основе публичной отчетности выявить было сложно. Формально придраться было почти не к чему. Разве что сложносочиненная структура акционеров банка «ФК Открытие», его агрессивный рост за счет поглощений и его тесные отношения с дружественными НПФами могли вызвать чувство легкой тревоги в качестве послевкусия от кропотливого анализа карты структуры акционеров.

СПИСАНИЕ СУБОРДИНИРОВАННЫХ ОБЛИГАЦИЙ: МАСШТАБЫ «КАТАСТРОФЫ»

Разбор краха и спасения крупнейших банков — тема для отдельных научных изысканий. Для рынка долга в первую очередь важно то, что во втором полугодии 2017 года последовательное спасение банка «ФК Открытие», Бинбанка и Промсвязьбанка через новый механизм Фонда консолидации банковских активов привело к списанию субординированного долга в капитал. К концу января 2018 года (по нашим расчетам) было списано как минимум 10 выпусков субординированных банковских облигаций (в том числе еврооблигаций) на сумму, эквивалентную $1.6 млрд. Среди них три выпуска банка «ФК Открытие» и три выпуска Промсвязьбанка. Важно отметить, что старшие выпуски облигаций эмитентов, попавших под контроль ЦБ, продолжили обращаться.

ЕВРООБЛИГАЦИИ NOMOS-19

Волну возмущения вызвали события вокруг выпуска еврооблигаций банка «ФК Открытие» (NMOSRM 10 04/26/19, ISIN — XS0776121062), выпущенных в апреле 2012 года по старому регулированию — так как Положение ЦБ РФ № 215-П действовало до 1 марта 2013 года. Практически сразу после объявления о санации «Открытия» через Фонд консолидации банковского сектора заместитель председателя ЦБ Василий Поздышев заявил, что все субординированные облигации банка будут списаны в случае снижения достаточности капитала ниже триггеров, установленных в Положении ЦБ № 395-П, независимо от даты размещения выпуска. Это очень спорное утверждение, которое может стать предметом разбирательств в суде. Дело в том, что документация эмиссии еще

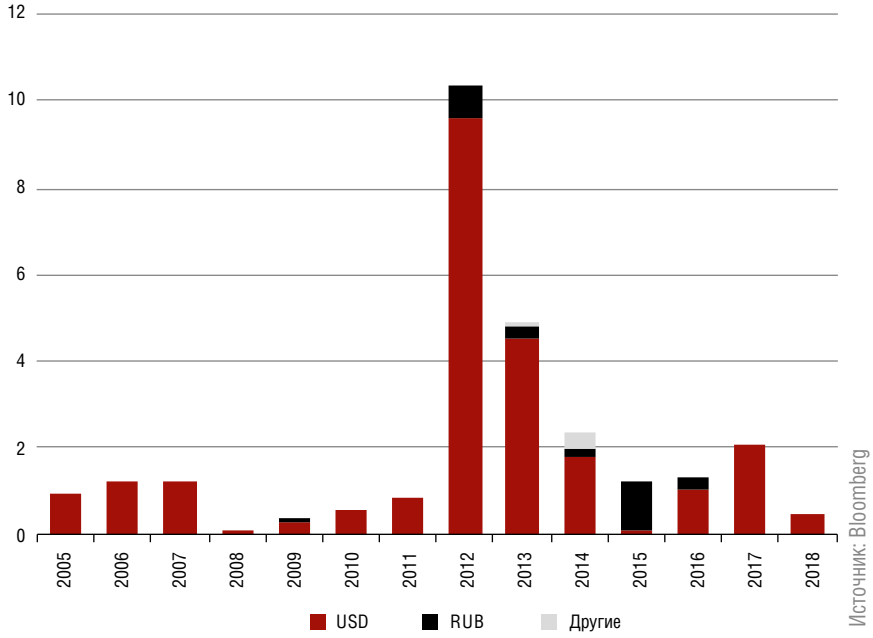
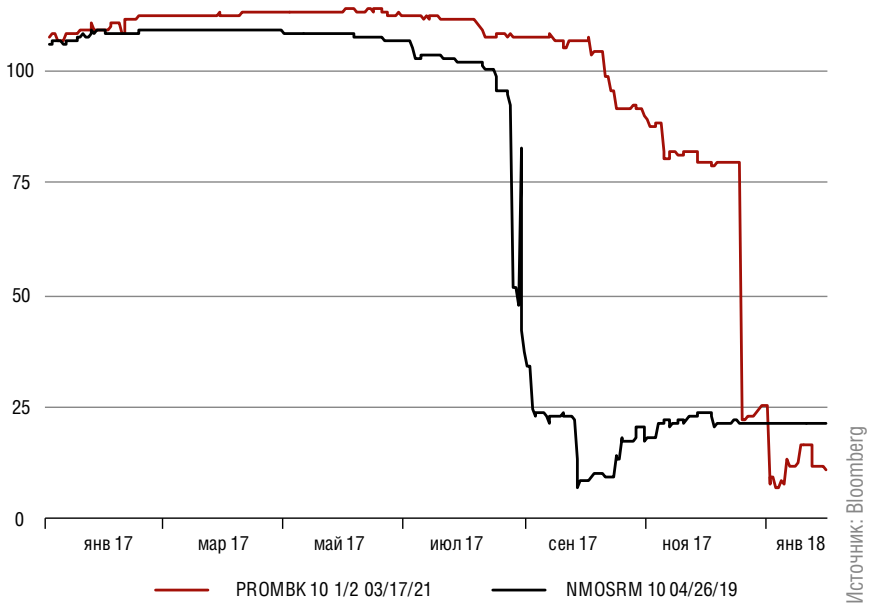


Рисунок 1
Выпуски субординированных облигаций, $ млрд

Рисунок 2
Динамика цены NOMOS'19 и PSB'21, % от номинала



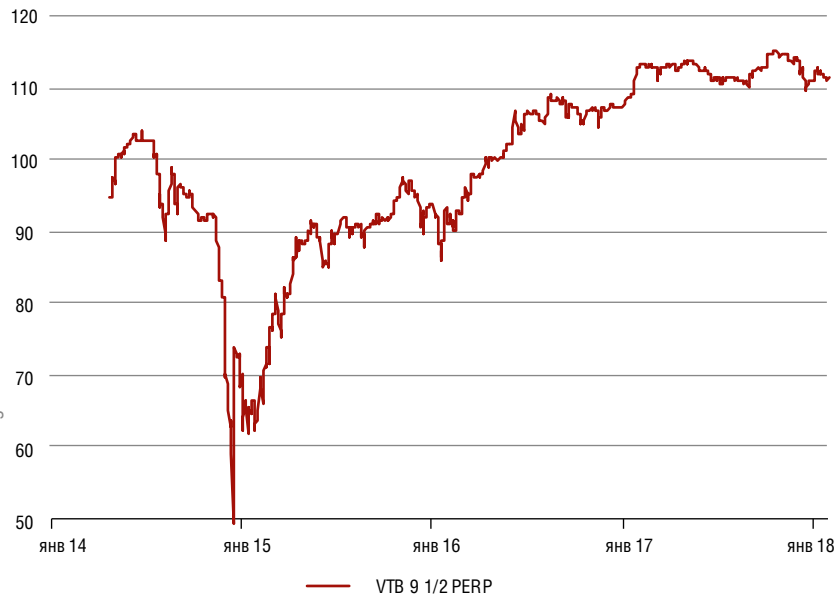
Эмитент	Тикер	Объем, $ млн	Количество выпусков
Сбербанк	SBERRU	4290.7	4
Газпромбанк	GPBRU	3506.1	7
ВТБ	VTB	3350.0	4
Альфа–Банк	ALFARU	2800.0	6
Промсвязьбанк	PROMBK	2715.9	14
Россельхозбанк	RSHB	2680.2	11
Московский кредитный банк	CRBKMO	2071.7	6
НОМОС–БАНК («Открытие»)	NMOSRM	1275.0	4
Банк «Русский стандарт»	RUSB	950.0	4
Хоум Кредит энд Финанс Банк	HCFBRU	700.0	2

Источник: Bloomberg

Таблица 1
Выпуски субординированных облигаций российских банков за весь период

не включала жесткие условия о списании номинала / приостановке выплаты процентных платежей при достижении достаточности капитала банка ниже определенного уровня. Сама субординированность облигаций была прописана через процедуру банкротства — платежи по субординированным ценным бумагам осуществлялись только после удовлетворения всех требований старших кредиторов. Условия выпуска не отвечали более жестким требованиям Положения № 395-П, а значит, не могли быть признаны субординированными. Согласно требованиям закона, они амортизировались из капитала банка по 10% в год. Выпуск интересен еще и тем, что после дефолта по выплате купона и официального объявления о списании (см., например, раскрытие на LSE от 30 ноября 2017 года) облигации продолжили торговаться (по данным Bloomberg, в районе 20% от номинала в конце января 2018 года). Вероятно, инвесторы высоко оценивают шансы выиграть дело в суде.

Рисунок 3
Динамика цены VTB PERP



Источник: Bloomberg

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ СТАНОВЛЕНИЯ РЫНКА

Развитие рынка субординированных банковских облигаций тесно связано с развитием российского долгового рынка, банковского сектора, регулирования, с переходом на BASEL III, а также с ростом аппетита инвесторов к риску.

Положение № 215-П «О методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций» действовало до 1 марта 2013 года. Подавляющая часть выпусков пришлась на субординированные облигации, включенные в капитал 2-го уровня. По действовавшим правилам, доля субординированных облигаций 2-го уровня не должна была превышать 50% от капитала 1-го уровня (основного капитала, нераспределенной прибыли). Доля субордов, включающихся в капитал 1-го уровня, не должна была превышать 15% капитала 1-го уровня.

Всего, по данным системы Bloomberg, до 1 марта 2013 года был выпущен 51 выпуск субординированных банковских облигаций в различных валютах на сумму около $16 млрд. ВТБ и Газпромбанк разместили вечные евробонды. С изменением регулирования ВТБ и Газпромбанк вносили изменения в проспекты, чтобы соответствовать новым правилам. Документация субордов 2-го уровня не менялась. С введением новых правил регулирования старые суборды амортизировались из капитала банка по 10% в год. Крупнейшими субординированными выпусками того периода стали еврооблигации GPBRU 7 7/8 PERP ($1.0 млрд), SBERRU 5 1/8 10/29/22 ($2.0 млрд) и VTB 9 1/2 PERP ($2.25 млрд).

Положение ЦБ № 395-П «О методике определения величины собственных средств (капитала) кредитных организаций (Базель III)» начало действовать с 1 марта 2013 года. Оно определяло понятия и источники формирования базового капитала, основного капитала, собственных средств (капитала) банка, а также требования к достаточности базового капитала (Н1.1), достаточности основного капитала (Н1.2) и достаточности собственных средств (капитала) (Н1.0). В положении были также установлены требования к субординированному долгу первого уровня и второго уровня. В частности, документ устанавливал пороговые значения достаточности базового капитала Н1.1 при

списании субординированного долга первого уровня — 6.4% (в настоящее время 5.125%), для субординированного долга второго уровня — 2.0% (далее оно не менялось). В качестве триггера для списания долга стало включение в Положение условия о введении в банке процедуры предупреждения банкротства со стороны Агентства по страхованию вкладов (АСВ).

С введением Положения 395-П было выпущено 52 выпуска на сумму около $13.2 млрд. Основная масса размещений пришлась на период до июля 2014 года (момента введения санкций), но были также успешные выпуски субординированных облигаций после введения санкций, например размещения Московского кредитного банка, ТКС-Банка и Альфа-Банка.

Положение № 395-П де-факто разделило рынок субординированных облигаций второго уровня на два класса: бумаги, выпущенные по новому стилю (new style) и по старому стилю (old style). Это разделение оказалось важным, поскольку до второго полугодия 2017 года риски списания old style субордов второго уровня, размещенных на публичном долговом рынке, фактически оценивались нами как крайне низкие. Такая оценка рисков также отражалась в ценообразовании и более низкой премии за риск по сравнению с субординированными облигациями с встроенными условиями списания.

ПРИЧИНА ПОПУЛЯРНОСТИ И ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ

Для эмитентов субординированные бонды являлись хорошим инструментом для привлечения стороннего капитала в банк, без размывания доли основных акционеров. У инвесторов субординированные облигации пользовались успехом из-за премии в доходности к старшим бондам. Больший риск должен был вознаграждаться премией в доходности. Чем ниже рейтинг эмитента, тем выше спред или спред-отношение (spread ratio) между старшими и субординированными выпусками. Например, для Сбербанка эта разница могла в разное время составлять 20–100 б.п., для других госбанков (РСХБ, ВТБ, Газпромбанк) — 50–150 б.п., для крупнейших частных банков — от 200–300 б.п. и выше. Цена вечных облигаций ВТБ порой менялась так же резко, как и цена его акций.

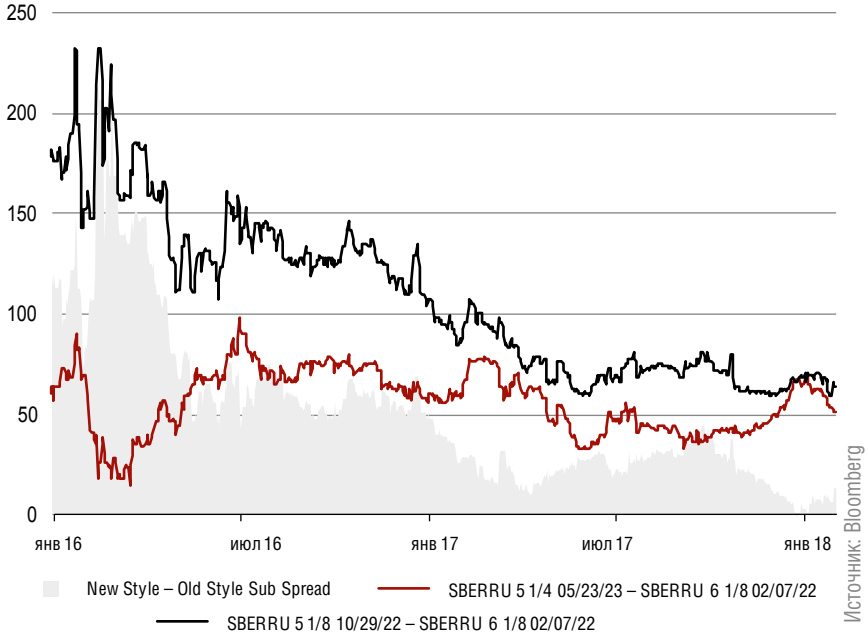


Рисунок 4
Сбербанк: спред между new style и old style субордами

ЧТО ДАЛЬШЕ?

Премия за риск всегда будет привлекать инвесторов. Другое дело, что привлечь капитал за счет субординированных облигаций теперь будет довольно сложно. В конце января 2018 года Альфа-Банк в условиях отсутствия какого-либо предложения со стороны российского банковского сектора весьма успешно разместил новый выпуск «вечных» еврооблигаций на сумму $500 млн с купоном 6.95% годовых и колл-опционом эмитента в 2023 году. Ближайший старший выпуск Альфа-Банка с погашением в апреле 2021 года торговался с доходностью около 3.9% годовых.

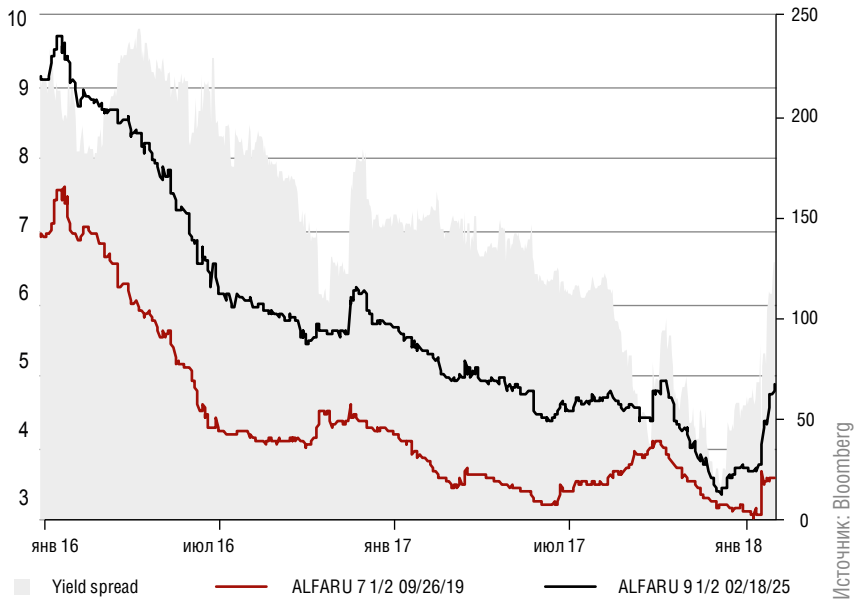



Рисунок 5
Спред между старшим и субординированным выпуском Альфа-Банка