



27 февраля на сайте Банка России был опубликован очередной «Вестник Банка России», в котором содержится положение 395-П «О методике определения величины и оценке достаточности собственных средств (капитала) кредитных организаций». В основе положения 395-П, которое должно со временем прийти на смену ныне действующему 215-П, лежат стандарты Базель III в части расчета капитала.

С 1 марта 2013 г. банки будут производить расчеты капитала по новым критериям и предоставлять их результаты в ЦБ РФ для целей мониторинга. В самом документе срок начала использования нового порядка для пруденциальных целей не заявлен, также отсутствует некоторая основополагающая информация – к примеру, минимальные обязательные уровни для вводимых новых показателей (достаточность базового капитала, достаточность основного капитала). Вместе с тем недавно первый зампред ЦБ РФ А. Симановский подтвердил, что ориентировочным сроком для вступления в силу новых правил для целей регулирования является 1 октября 2013 г.

Как уже отмечалось нами ранее (см. [«Субординированный долг российских банков: насколько меняются правила игры?»](#) от 18 января т.г.), 395-П содержит более жесткие требования для включения «нового» субординированного долга (т.е. размещенного после 1 марта 2013 г.) в капитал российских банков, чем ныне действующее 215-П. Вместе с тем, применительно к субординированному долгу, входящему в капитал 2-го уровня (Lower Tier 2, или LT2), который до сих пор пользовался наибольшей популярностью среди российских банков, данное ужесточение само по себе представляется нам достаточно мягким.

Как следствие, мы ожидаем, что «новый» субординированный долг будет для российских банков более дорогим, чем обращающиеся в настоящий момент инструменты, однако увеличение стоимости займов не будет радикальным (т.е. не более 2 п.п.). При этом в условиях давления на капитал банки не откажутся от размещения данных инструментов и будут готовы при необходимости принять повышенную стоимость.

Из последствий для обращающихся выпусков субординированных еврооблигаций из России можно обратить внимание на то, что риск предложения новых инструментов без функции абсорбирования убытков де-факто сходит на «нет», а вероятность исполнения колл-опционов (если они предусмотрены условиями эмиссии), при прочих равных, возрастает.

Что изменилось для субординированного долга?

В отношении субордов российских банков, положение 395-П не отличается от проекта документа, опубликованного на сайте ЦБ РФ в декабре 2012 г. и проанализированного нами в январском обзоре. На всякий случай, напомним его наиболее важные отличия в отношении критериев для включения субординированного долга в капитал от положения 215-П:

▶ субординированные облигации в составе капитала 1-го уровня:

(1) срок обращения пересмотрен с «не менее чем 30 лет» на «бессрочные»,

(2) условия эмиссии содержат положения о том, что после падения показателя достаточности базового капитала 1-го уровня ниже отметки 6,4%:

(а) долг по субординированным бумагам конвертируется в обыкновенные акции,

(б) понесенные организацией убытки покрываются за счет прекращения обязательства банка по субординированному долгу (частично или полностью),

(в) невыплаченные из-за списания долга проценты не возмещаются и не накапливаются,

(3) устранено ограничение на максимальную величину принимаемого в расчет капитала объема субординированного долга (в 215-П указано как 15% от прочих источников основного капитала после вычетов).

▶ **субординированные облигации в составе капитала 2-го уровня:**

(1) условия эмиссии содержат положения о том, что после падения показателя достаточности базового капитала 1-го уровня ниже отметки в 2,0% или в том случае, если в отношении банка реализуется план мер по предупреждению банкротства, долг по субординированным бумагам конвертируется в обыкновенные акции,

(2) устранено ограничение на максимальную величину принимаемого в расчет капитала объема субординированного долга (согласно 215-П, «стандартные» суборды не могут превосходить 50% от основного капитала, а «стандартные» суборды и суборды со сроком обращения свыше 10 лет и дополнительными условиями, в совокупности – 100% от основного капитала).

Согласно 395-П, размещенные до 1 марта 2013 г. субординированные обязательства, не удовлетворяющие новым критериям, будут постепенно исключены из капитала – по 10% ежегодно, начиная с 1 апреля 2013 г. Исключение составят лишь субординированные кредиты, предоставленные банкам в рамках ФЗ «О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы Российской Федерации» и ФЗ «О дополнительных мерах для укрепления стабильности банковской системы в период до 31 декабря 2014 года», для которых подобная амортизация начнется 1 января 2018 года.

Насколько существенны изменения?

Очевидно, что наиболее значимое изменение для российского субординированного долга будет связано с введением критерия о необходимости конвертации обязательств в обыкновенные акции (или даже их списания) при «пробитии» определенного порога по показателю достаточности базового капитала (Core Tier 1 CAR). В нынешней версии 395-П минимальное обязательное к соблюдению значение для показателя не указано, в первоначальной же версии оно было заявлено на уровне 5,6%.

Для субординированных инструментов, включаемых в капитал первого уровня (Tier 1), данный порог действительно выглядит жестко – 6,4% для Core Tier 1 CAR. Установление данного порогового значения при обязательном минимуме в 5,6% предполагает, что банк может соответствовать минимальным требованиям ЦБ и продолжать текущую деятельность, однако инвесторы в субординированный долг данного уровня будут вынуждены пройти через конвертацию долга в акции в качестве «превентивной» меры (например, если Core Tier 1 CAR опустился до 6,0%).

В то же время для субординированных инструментов, включаемых в капитал второго уровня (Tier 2), установленный порог в 2% для Core Tier 1 CAR выглядит мягким. По сути, преодолеть его банк может только в том случае, если пробит также минимально требуемый для показателя норматив от ЦБ РФ, то есть банк нарушил обязательные нормативы и находится в очень трудном финансовом положении.

В ходе последнего финансового кризиса возмещение в форме обыкновенных акций стало привычным для держателей субординированных обязательств банков, которые терпят крах (к примеру, именно такое возмещение в рамках реструктуризации долга в 2009-2010 гг. предлагалось казахстанским БТА Банком). Более того, при подобном сценарии к величине требований всегда применялся дисконт (haircut); в российском же регулировании, в случае пробития заявленного порога по субординированному долгу Tier 2, облигации будут лишь конвертироваться в обыкновенные акции – списание долга по ним на покрытие убытков не предусмотрено.



Найдется ли спрос на новые инструменты – и по какой цене?

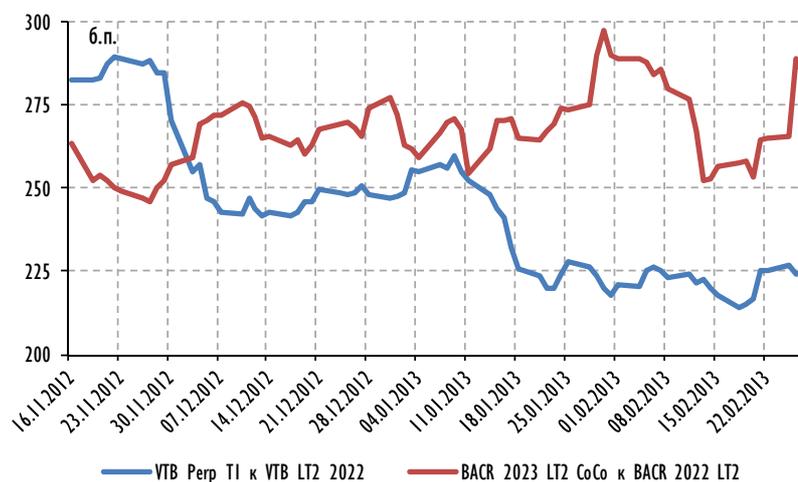
Безусловно, с позиции инвестора новый субординированный долг будет нести больше рисков – особенно применительно к LT2 инструментам из России, которые прежде не имели характеристик «покрытия убытков» (loss-absorption). Вместе с тем доходность новых инструментов также обещает быть высокой, что в условиях глобально низких ставок должно привлечь внимание определенных категорий инвесторов.

В конце 2012 – начале 2013 гг. размещение долга с подобными параметрами, получившего название CoCos (Contingent Convertibles), уже опробовали западные банки. Например, в ноябре 2012 г. Barclays Bank разместил 3 млрд долл. 10-летних субординированных нот со ставкой купона 7,625% годовых, документация по которым содержит условие о списании долга при падении Core Tier 1 CAR по Базелю ниже 7%. В январе 2013 г. долг с аналогичным триггером на 1 млрд долл. разместил бельгийский KBC: ставка купона составила 8% для 10-летнего долга с колл-опционом через 5 лет. Добавим, что условия эмиссии обоих инструментов предполагают их включение в капитал 2-го уровня.

Очевидно, что для инструментов Barclays и KBC заявленный триггер для списания является куда более жестким, чем в случае с российскими бумагами LT2 (а именно, 2% для Core Tier 1 CAR). Вместе с тем премия новых инструментов Barclays к «стандартным» субординированным инструментам (т.е. не содержащим условия об обязательном списании) BACR 2021 с момента размещения колебалась в диапазоне 246-297 б.п.

Можно также вспомнить о «вечных» евробондах VTB. Напомним, что они удовлетворяют критериям для включения в капитал 1-го уровня и условия их выпуска предусматривают, помимо всего прочего, возможность эмитента списать долг при использовании всех прочих источников капитала 1-го уровня на покрытие убытков, а также изменить в одностороннем порядке эмиссионные документы для соответствия новому российскому регулированию капитала. При этом в последние месяцы бумаги давали 214-297 б.п. премии над «простым» субординированным VTB 2022.

Премия субординированного долга VTB и Barclays с функцией «покрытия убытков» (loss-absorption) над «стандартным» субординированным долгом



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Учитывая эти диапазоны, в настоящее время в качестве грубой консервативной оценки того, насколько «новый» субординированный долг LT2 российских банков окажется дороже обращающихся бумаг, мы использовали бы ориентир до 2 п.п. Более точные расчеты могут быть даны на основании анализа каждого инструмента в отдельности, с учетом индивидуальных характеристик как бумаг, так и банков-заемщиков.

По нашему мнению, в условиях сохраняющегося давления на капитал и глобального перехода банковского сектора к более жесткому регулированию (в соответствии с Базелем III), российским банкам придется принять новые



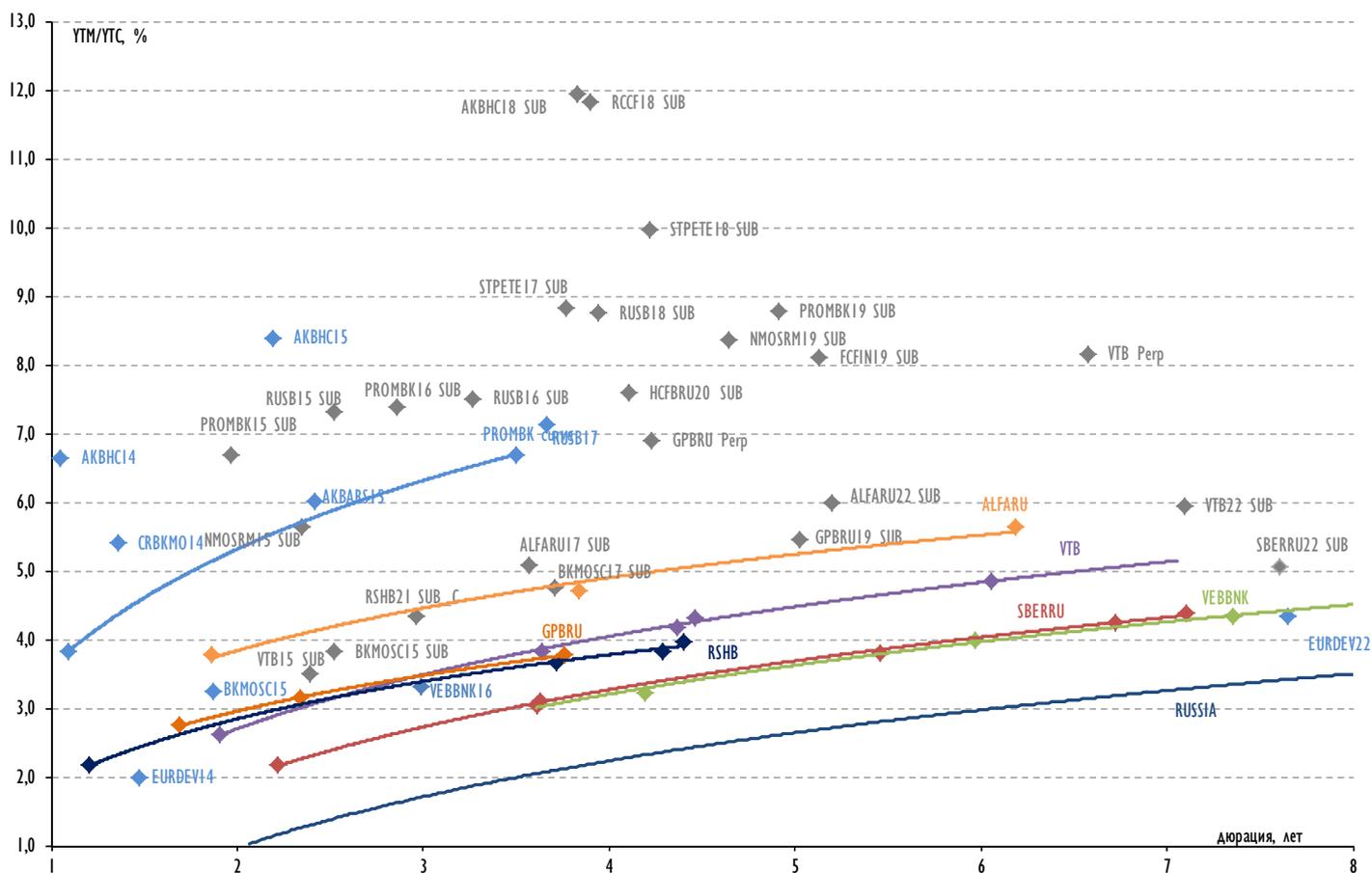
«правила игры» и согласно им размещать субординированные инструменты, даже несмотря на их сравнительно большую стоимость. Спрос на инструменты, включаемые в капитал первого уровня (Tier 1), будет, по нашему мнению, определяться в том числе ситуацией на фондовых рынках и возможностями банков размещать обыкновенные акции на привлекательных условиях. По новым правилам, наиболее ценным для банков будет капитал, включаемый в Core Tier 1.

Последствия для обращающихся субординированных инструментов

Как мы писали прежде, само по себе введение новых правил регулирования капитала является по большому счету нейтральным для уже обращающихся инструментов. Можно заметить, что по сути сводится на «нет» риск предложения новых субординированных евробондов без функции покрытия убытков (в случае размещения после 1 марта 2013 г. они не будут включаться в капитал). А тот факт, что, начиная с 1 апреля 2013 г., «старые» и не соответствующие новым критериям суборды будут амортизироваться из капитала по 10% в год, при прочих равных, повышает шансы на исполнение кол-опционов (если они предусмотрены). В противном случае банкам придется обслуживать сравнительно «дорогой» долг, большая часть которого уже не будет включаться в капитал. В качестве примеров подобных инструментов приходят на ум HCFBRU20 и RSHB21.

С учетом не самых позитивных настроений мировых инвесторов, мы полагаем, что у обращающегося субординированного долга российских банков не так много шансов демонстрировать в моменте опережающую рынок динамику. С точки зрения сравнительно более долгосрочных вложений по соотношению риск/доходность нам импонируют PROMBK 19 (YTM 8,78%), RUSB 18 (YTM 8,76%) и RCCF 18 (YTM 11,81%).

Долларовые еврооблигации российских банков



Источник: Bloomberg, Газпромбанк



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, CFA

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Эрик Де Пой

+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Макроэкономика

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Потребительский сектор

Виталий Баикин

+7 (495) 983 18 00, доб. 54072

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Сергей Васин

+7 (495) 983 18 00, доб. 54508

Управление анализа инструментов

с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00

доб. 54074

Стратегия

Алексей Тодоров

+7 (495) 983 18 00

доб. 54443

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00

доб. 21417

Кредитный анализ

Екатерина Зиновьева

+7 (495) 983 18 00

доб. 54442

Количественный анализ и ИТ развитие

Тимур Семенов

+7 (495) 287 61 00, доб. 54424

Дмитрий Селиванов

+7 (495) 287 62 78

Редакторская группа

Павел Мишачев

+7 (495) 983 18 00, доб. 54472

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Артем Белобров

+7 (495) 988 24 11

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

Начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

Начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принса

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Управление электронной торговли

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 989 91 29

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 — 2013. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.