

СПЕЦИФИКА ИНВЕСТИРОВАНИЯ В СУБОРДИНИРОВАННЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ж.Н. Тропина

канд. экон. наук,

доцент Департамента банковского дела и финансовых рынков
ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» (Москва)

В статье рассматриваются отдельные вопросы развития национального рынка облигаций. Автор, исследуя проблемы рынка долга в целом, рассматривает проблемы функционирования такого специфического инструмента как субординированные облигации. В статье анализируются изменения в регулировании обращения данного инструмента, имевшие место в течение последних лет, дается оценка перспектив развития субординированных облигаций на российском финансовом рынке.

Ключевые слова: субординированные облигации, капитал банка первого уровня, капитал банка второго уровня, процентный риск, квалифицированные инвесторы.

Инвестиционный процесс на национальном фондовом рынке в последние годы развивается достаточно активно [1; 2]. Профессиональные участники рынка ценных бумаг фиксируют значительные поступления средств розничных инвесторов не только на рынок долевого инструмента, но и на рынок долга. Несмотря на все проблемы последнего года, обозначившийся ранее процесс перетока средств физических лиц с банковских депозитов в инструменты фондового рынка продолжается.

Однако в целом 2021 г. для национального долгового рынка стал весьма непростым. Беспрецедентные программы фискальной и монетарной помощи национальным экономикам, принятые в странах с развитыми финансовыми рынками в ответ на кризисные явления в связи с пандемией коронавируса, спровоцировали значительный рост инфляции на общемировом уровне. Обозначенные сложности были дополнены серьезными сбоями в функционировании глобальных цепочек поставок различных товаров. Инфляция, как известно, оказывает крайне негативное влияние на рынок инструментов с фиксированной доходностью. На рынках развитых стран на данный момент можно наблюдать не только реальные, но и номинальные отрицательные доходности по облигациям. Ситуация на рынке долга России выглядит немного лучше, доходности облигаций на национальном рынке находятся в положительной зоне, причем исключением в данном случае не являются даже ОФЗ.

В этих сложных условиях Банк России вынужден был принимать меры по борьбе с инфляцией, повысив ключевую ставку до 8,5 %¹, также была обозначена возможность ее повышения в ближайшей перспективе. Рост инфляции и повышение ключевой ставки обуславливают повышение стоимости

обслуживания долга по новым облигационным выпускам для эмитентов и снижение рыночной стоимости ранее размещенных облигаций, что становится причиной определенных негативных тенденций на национальном рынке долга в силу реализации процентного риска для держателей долга по инструментам, приобретенным в условиях низкой ключевой ставки. Аналитики национального фондового рынка констатируют, что на данный момент ситуация на долговом рынке выглядит хуже, чем годом ранее. Например, максимальное значение основного индекса IFX-Cbonds за 2021 г. – 727 пункт-тов, что лишь на 1 % выше уровня на начало года, в 2020 г. индекс показывал рост практически на 10 % относительно начала января 2020 г.² Эта негативная специфика функционирования национального рынка долга учитывается инвесторами при построении инвестиционных стратегий.

В условиях низкой ключевой ставки и низких доходностей по облигациям в начале 2021 г. особенно привлекательными для инвесторов стали субординированные облигации, являющиеся достаточно специфическим инструментом, фактически сочетающим в себе как свойства акций, так и свойства облигаций. Функционируя как облигация, инструмент удостоверяет факт существования долга эмитента перед инвесторами и обеспечивает последним право на получение купонного дохода, однако по соотношению «риск-доходность» он весьма близок к акциям. В соответствии с российским законодательством право на выпуск субординированных облигаций предоставлено только кредитным организациям³.

Поскольку средства, привлеченные с помощью размещения субординированных облигаций, учитываются в капитале банков, кредитная организация в ряде случаев может списать данный заем. Это мо-

¹ Банк России принял решение повысить ключевую ставку на 100 б.п., до 8,50 % годовых (публикация от 17.12.2021). URL: https://cbr.ru/press/pr/?file=17122021_133000Key.htm (дата обращения: 21.12.2021).

² Сайт «Поиск облигаций и еврооблигаций». URL: <https://cbonds.ru/bonds/> (дата обращения: 21.12.2021).

³ Федеральный закон Рос. Федерации от 2 декабря 1990 г. № 395-1 (в ред. от 30 декабря 2020 г.) «О банках и банковской деятельности», статья 25.1.

жет быть либо введение в банке временной администрации, либо критическое снижение уровня достаточности капитала. При этом по отношению к стандартным облигациям субординированные облигации являются «младшим долгом», поскольку при ликвидации или банкротстве эмитента в первую очередь будут погашаться требования всех иных кредиторов, последними в данной очереди после субординированных облигаций будут только акции.

Срок погашения для этих инструментов должен быть не меньше 5 лет, разрешается выпускать и бессрочные ценные бумаги, при этом возможность досрочного погашения данных инструментов по инициативе кредиторов не предусматривается (отсутствует возможность реализации put-оферты, но допускается инициация досрочного погашения со стороны банка, call-оферта).

Предъявить бумаги к погашению в первые 5-5,5 лет обращения нельзя, но они могут быть проданы на вторичном рынке. Размещение облигаций этой группы используется банками как один из вариантов привлечения средств в капитал (в целях его увеличения), часто гораздо более привлекательный, чем размещение акций, которое может привести к размыванию капитала. Субординированные облигации могут выпускаться и как облигации внутреннего размещения, и как еврооблигации. В том случае, если субординированные облигации размещаются в виде еврооблигаций, в роли эмитента выступает специально созданная для выпуска техническая компания, SPV⁴.

Все перечисленные выше условия выпуска и обращения субординированных облигаций обуславливают значительные риски для владельцев бумаг этой группы, что обеспечивает, как правило, значительную премию и повышенную, по сравнению с другими видами облигаций, купонную ставку. Таким образом, инструмент в чистом виде к числу консервативных не относится.

Кроме того, у инструмента сложная и неоднозначная история развития. Поскольку данная бумага является исключительно банковской, ее функционирование тесно связано с развитием национального банковского сектора, в том числе в части совершенствования регуляторной среды кредитных организаций, а именно с переходом к BASEL III. До 1 января 2015 г. действовало Положение № 215-П «О методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций»⁵. Среди выпусков субординированных облигаций этого периода преобладали облигации, включаемые в состав капитала 2-ого уровня. Согласно требованиям рассматриваемого периода, доля субординированных облигаций, включенных в капитал 2-ого уровня, не должна была выходить за пределы 50 % капитала первого уровня. При этом доля «субордов», входящих в состав капитала 1-ого уровня, не должна была быть больше 15 % от суммы капита-

ла 1-ого уровня. В соответствии с регулированием, производимым в рамках требований Положения № 215-П, был осуществлен 51 выпуск субординированных банковских облигаций, с общей суммой около 16 млрд долл. в разных валютах (данные системы Bloomberg). В этот период были размещены даже «вечные» облигации такими банками, как Банк ВТБ (ПАО) и Газпромбанк (АО). В дальнейшем, в связи изменением регулирования и необходимостью соответствия данных ценных бумаг новым требованиям, указанными банками были внесены изменения в проспекты данных ценных бумаг. После введения новых правил регулирования ранее выпущенные субординированные облигации подвергались амортизации из капитала кредитных организаций по 10 % в год.

С 1 марта 2013 г. вступило в силу Положение № 395-П «О методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций («Базель III»)»⁶. Новым положением определялись не только понятия, но и источники формирования базового капитала, основного капитала собственных средств (капитала) кредитной организации, также вводились требования к достаточности базового капитала (Н1.1), достаточности основного капитала (Н1.2) и достаточности собственных средств (капитала) (Н1.0). Положением также устанавливались требования к субординированному долгу как первого, так и второго уровня [3, с. 43; 4, с. 16; 5, с. 7], при этом вводились пороговые значения достаточности базового капитала Н1.1 для ситуаций списания субординированного долга первого уровня – 6,4 %, (далее значение было изменено на – 5,125 %), для субординированного долга второго уровня – 2,0 % (далее оставалось неизменным). Кроме того, в соответствии с требованиями, введенными документом, в качестве триггера для списания долга стало рассматриваться включенное в Положение № 395-П условие о введении Агентством по страхованию вкладов (АСВ) в кредитной организации процедуры предупреждения банкротства.

Премия за риск в доходности относительно старших облигаций делает субординированные облигации весьма привлекательным инструментом для инвесторов. При этом присутствует зависимость размера спреда в доходности между старшими и субординированными облигациями от уровня рейтинга эмитента. Например, для крупнейших частных банков в разные периоды времени он мог составлять от 200 до 300 б.п. и более, для таких банков с государственным участием как Банк ВТБ (ПАО), Газпромбанк (АО), АО «Россельхозбанк» – от 50 до 150 б.п., минимальным было значение спреда для ПАО Сбербанк – от 20 до 100 б.п. При этом отдельные выпуски банковских «субордов» по ценовому тренду в большей степени напоминали акции, например, цена «вечных» облигаций ВТБ могла меняться также, как и цена акций банка.

⁴ SPV – special purpose vehicle. Такая компания учреждается российским заемщиком часто в юрисдикции с льготным налогообложением; также предпочтительней, чтобы используемая юрисдикция имела соглашение об избежании двойного налогообложения с Россией. URL: <https://www.vegalex.ru/analytics/publications/47010/> (дата обращения: 18.12.2021).

⁵ Положение о методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций (утв. Банком России 10 февраля 2003 г., № 215-П; последняя ред. от 25 ноября 2013 г.). Положение утратило силу с 1 января 2015 г.

⁶ Положение о методике определения величины собственных средств (капитала) кредитных организаций («Базель III») (утв. Банком России 28 декабря 2012 г., № 395-П; последняя ред. от 4 августа 2016 г.). Положение утратило силу с 4 июля 2018 г.

Финансовый рынок России знает достаточно примеров списания субординированных займов. Одним из самых тяжелых для частных инвесторов и самых известных на рынке является кейс банка «Траст» (таблица).

В 2014 г. в целях закрытия проблем с капиталом банк начал активную продажу кредитных нот среди своих состоятельных клиентов. CLN (credit linked note)⁷ является достаточно специфическим гибридным инструментом, соединяющим в себе как характеристики стандартной облигации, так и дериватива; также как и по облигации, по CLN на регулярной основе производятся выплаты процентного дохода, но доход по инструменту привязывается к доходам по активам, являющимся обеспечением по CLN.

В кейсе с банком «Траст» формально CLN были выпущены голландскими компаниями C.R.R. B.V. и CL Repackaging (технические компании выпуска), выпуск данных CLN был привязан к кредитным договорам банка. Полученные компаниями в результате размещения CLN средства далее возвращались «Трасту» в качестве субординированных кредитов. Формально все отношения клиентов выстраивались именно с данными техническими компаниями; прямые обязательства перед клиентами у банка отсутствовали. Однако субординированные кредиты выдавались банку только при условии, что технические компании получат вырученные по нотам средства, поскольку в противном случае компании, не осуществляющие операционной деятельности, не имели возможности выдать подобные кредиты; таким образом, сам банк фактически привлек денежные средства в капитал путем размещения CLN. Чтобы поддержать доверие инвесторов к размещаемому инструменту банком были подписаны обязательства на выкуп бумаг по первому требованию, далее банк отказался их выполнять. По-

сле принятия в конце 2014 г. решения о проведении санации в банке, кроме обязательств по вкладам в объеме 120 млрд руб., у банка присутствовали обязательства в объеме около 20 млрд руб. перед 2 000 держателями CLN при среднем объеме «инвестиций в бумагу» около 10 млн руб. По части осуществленных выпусков предусматривалась возможность полного списания долга при условии снижения капитала первого уровня ниже 2 % либо проведения санации кредитной организации. Списание, проведенное банком, повлекло за собой прекращение обязательств банка перед инвесторами в кредитные ноты. После такого действия кредитной организации начались тяжелые судебные процессы, в ходе которых выяснилось, что часто CLN приобретались инвесторами, не вполне понимающими смысл данного инструмента и принимающими его за вариант банковского валютного депозита, что большие объемы «субордов» были приобретены физическими лицами, не готовыми к рискам такого уровня, то есть размещение бумаг данной категории было проведено банком путем активного использования приемов мисселинга⁸ [6; 7].

В суде представители банка утверждали, что банк выступал лишь в роли агента при размещении иностранных ценных бумаг, причем, ценные бумаги продавались лишь юридическим лицам, физические лица приобретали данные инструменты лишь на вторичном рынке. Несмотря на то, что CLN относились к числу ценных бумаг, выпущенных иностранными эмитентами, приобретение которых и в тот период разрешалось лишь квалифицированным инвесторам, банк активно использовал порочную практику искусственного «захваливания» клиентов для продажи проблемных ценных бумаг физическим лицам. Для «захваливания» банк предлагал клиентам оформить документы на совершение

Примеры списания субординированных займов

Период	Эмитент	Списание
Декабрь 2014 г.	Банк «Траст»	Списание субординированных займов, организованных через выпуск кредитных нот. Объем потерь держателей ценных бумаг – около 23,4 млрд руб.
Март 2015 г.	Банк «Таврический»	Списание субординированных кредитов, полученных от Санкт-Петербургской инвестиционной компании (объем – 450 млн руб.) и компании «Орими» (объем – 15 млн евро)
Октябрь – ноябрь 2017 г.	Бинбанк	Списание субординированных обязательств перед собственниками (объем – 226,6 млн долл.)
Октябрь – ноябрь 2017 г.	Банк «ФК Открытие»	Списание трех выпусков субординированных еврооблигаций (объем – 1 млрд долл.)
Январь 2018 г.	Промсвязь-банк	Списание субординированных обязательств по пяти выпускам еврооблигаций на 1,3 млрд долл.

⁷ CLN – это весьма сложный инструмент, вид финансового (кредитного) дериватива, по обыкновению структурируемого в виде займа с элементом свопа (credit default swap), что позволяет эмитенту CLN передать соответствующий риск (или риски) третьим лицам – «кредитным инвесторам». В случае дефолта со стороны первичного заемщика займодаделец не возвращает свой долг по CLN кредитным инвесторам. CLN относится к группе «секьюритизированных» инструментов. Существуют различные виды CLN; они используются банками, инвестиционными фондами, причем, часто в обстоятельствах, когда эти финансовые институты в силу каких-либо причин не могут участвовать в классическом «credit default swap». Следует отметить, что по своим характеристикам CLN ближе к категории именно этих (последних) инструментов и нередко сравнивается с ними. URL: <https://www.vegaslex.ru/analytics/publications/47010/> (дата обращения: 18.12.2021).

⁸ В публикации Банка России «Виды недобросовестного поведения участников финансового рынка» термин «мисселинг» (misselling) нередко используется для обозначения любой неприемлемой практики или недобросовестного поведения финансовых организаций при их взаимодействии с потребителями и инвесторами. Однако сам по себе он имеет более узкое значение: это продажа одного финансового продукта под видом другого, то есть лишь один из вариантов недобросовестного поведения (дата обращения: 18.12.2021).

сделок купли-продажи по совпадающим ценам, чтобы формально клиент по объему заключенных сделок мог соответствовать требованиям, предъявляемым к квалифицированным инвесторам.

В соответствии с изменениями, внесенными в законодательство, в 2018 г. оборот ценных бумаг этой группы был существенным образом ограничен. При принятии решения об изменении правил выпуска и оборота субординированных инструментов в целом, и субординированных облигаций в частности, прежде всего, преследовалась цель защиты неквалифицированных инвесторов. Начиная с 2019 г., субординированные облигации относятся к числу инструментов, разрешенных для приобретения только квалифицированными инвесторами.

В последние годы все более масштабно обозначается присутствие розничных инвесторов на российском фондовом рынке. Так, численность клиентов на брокерском обслуживании по итогам III квартала 2021 г. выросла на 15 % и составила 17,1 млн человек, что составляет около 20 % экономически активного населения страны. При этом общая стоимость активов розничных инвесторов (с учетом индивидуальных инвестиционных счетов), размещенных в брокерских компаниях, выросла на 8 % и составила 7,7 трлн руб. Клиентская база доверительного управления выросла на 11 %, составив 669 тыс. человек⁹. Однако при этом 93,9 % клиентских активов приходится на 5,7 % счетов, а 64 % клиентских активов приходится на 1,0 % счетов¹⁰. Для фондового рынка самыми значимыми остаются крупные инвесторы. Именно для инвесторов этой группы в условиях низкой ключевой ставки начала 2021 г. субординированные облигации в силу премии к доходности относительно стандартных облигаций стали весьма привлекательным инструментом.

Субординированные облигации, выпущенные в соответствии с новыми нормами регулирования, являются на данный момент достаточно надежным инвестиционным инструментом, уровень риска по которому можно оценивать как приемлемый. Бумаги этой группы в настоящее время выпускаются в основном крупными банками с высокими кредитными рейтингами. Риск банкротства или санации (и, соответственно, списания субординированного долга) эмитентов этого уровня является минимальным.

В настоящее время на Московской бирже в обращении находятся 63 выпуска субординированных облигаций (23 эмитента), при этом 37 выпусков являются рублевыми облигациями при среднеарифметическом значении ставок по ним, равном 9,67 %. 20 выпусков субординированных облигаций номинированы в долларах, 7 – в евро, при среднем значении ставок купона 6,84 % и 3,37 %, соответственно, что существенно превышает значения ставок по банковским валютным депозитам¹¹.

Одним из лидеров предложения облигаций этой группы является Банк ВТБ (ПАО). На данный момент в обращении находятся 15 выпусков субординированных облигаций кредитной организации, при этом объем продаж «субордов» составляет около 84 % от общего объема продаж¹². В начале октября 2021 г. банком было объявлено о начале размещения пяти новых выпусков субординированных облигаций (бессрочные с полугодовым купонными выплатами, номинированы в рублях, долларах, евро). По уже находящимся в обращении «субордам» банка, номинированным в рублях, фиксированная ставка доходности составляет 10 %, что значительно превышает ставки по депозитам. Подобные предложения кредитной организации с учетом уровня надежности банка интересны для состоятельных клиентов, имеющих консервативный риск-профиль. Дополнительную защиту от негативного изменения рыночной конъюнктуры могут обеспечить облигации с плавающим купоном.

Рост объема инвестирования в субординированные облигации можно рассматривать как значимый тренд, сложившийся на российском рынке долга в 2021 г. По оценкам аналитиков, инструменты фондового рынка в ближайшие годы будут сохранять большую привлекательность для розничных инвесторов, по сравнению с банковскими депозитами.

Литература

1. Тропина Ж.Н. Перспективы развития розничного инвестирования на облигационном рынке. Контентус. 2018. № 8 (73). С. 1–6.
2. Тысячинова Н.А. Базель II в России – проблемы и решения // Деньги и кредит. 2006. № 10. С. 55–63.
3. Зенченко С.В., Жаботинская Т.А., Курманалина А.К. Развитие системы регулирования от Базель II к Базель IV: готовы ли российские банки? // Социально-экономические явления и процессы. 2017. Т. 12, № 2. С. 42–46.
4. Кондратова О.С. Регулятивный капитал банка: сравнительный анализ соглашений Базель II и Базель III // Финансы и кредит. 2015. № 22 (646). С. 13–19.
5. Стрельников Е.В. Особенности применения стандартов Базель II и Базель III в российских банках // Управленец. 2013. № 1 (41). С. 7–11.
6. Тропина Ж.Н. Предотвращение мисселинга как мера обеспечения безопасности инвестиционной деятельности физических лиц // Национальная безопасность / nota bene. 2019. № 4. С. 98–105.
7. Тропина Ж.Н. Защита прав инвесторов на рынке облигаций // Контентус. 2018. № 8 (73). С. 41–47.

⁹ На брокерских счетах граждан почти 7,7 трлн рублей: итоги III квартала 2021 г. (публикация от 07.12.2021). URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=12492> (дата обращения: 12.12.2021).

¹⁰ Рынок брокерских услуг (публикация от 19.01.2021). URL: https://www.cbr.ru/analytics/rcb/broker_mar_ket/ (дата обращения: 30.11.2021).

¹¹ Сайт Московской биржи. URL: <https://www.moex.com/msn/investor-prod> (дата обращения: 30.11.2021).

¹² О Private Banking от банка ВТБ. URL: <https://private.vtb.ru/about/> (дата обращения: 10.12.2021).