

27 сентября 2017 года

# СУБОРДИНИРОВАННЫЕ ОБЛИГАЦИИ: Перспективы развития на российском рынке

Дмитрий Румянцев,  
Директор LCPIS



LEGAL  
CAPITAL  
INVESTOR SERVICES

# СУБОРДИНИРОВАННЫЕ БАНКОВСКИЕ ОБЛИГАЦИИ

## ▶ СТРУКТУРА БАНКОВСКОГО КАПИТАЛА – БАЗЕЛЬ 3

### СТАРШИЙ ДОЛГ

Обеспеченные обязательства

Депозиты и деривативы

Необеспеченные  
обязательства

### КАПИТАЛ ВТОРОГО УРОВНЯ

Облигации, субординированные к старшему долгу (фиксированный срок погашения, обязательные купоны)

КоКосы (Contingent Convertibles)  
Loss-absorbtion и списание/конвертация

### КАПИТАЛ ПЕРВОГО УРОВНЯ – ГИБРИДНЫЙ ДОЛГ

Гибридные облигации  
(вечные облигации, условные и неаккумулируемые купоны)

КоКосы (Contingent Convertibles)  
Loss-absorbtion и списание/конвертация



- Субординированные облигации – источник банковского капитала
- Расширяют инструментарий с повышенной доходностью
- Упрощают процесс реструктуризации в случае необходимости

## ▶ СТРУКТУРА СУБОРДИНИРОВАННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

- Deutsche Bank AG – один из крупнейших эмитентов на рынке привлечения субординированного долга
- В структуре капитала первого уровня инструменты, относящиеся к субординированному долгу/гибридному капиталу, составляют 16 млрд из 55 млрд евро, что составляет 30% от капитала первого уровня
- Капитал второго уровня на 90% представлен субординированными облигациями
- Субординированные облигации DB представлены четырьмя основными группами:

1	Срочные субординированные облигации (капитал второго уровня)	5 ВЫПУСКОВ НА 6 МЛРД ЕВРО
2	КоКосы – вечные облигации, имеющие триггеры по достаточности капитала и условные проценты (добавочный капитал первого уровня)	4 ВЫПУСКА НА 6 МЛРД ЕВРО
3	Гибридные облигации (капитал первого уровня)	2 ВЫПУСКА ПО 1,3 МЛРД ЕВРО
4	Us preferred's – акции, имеющие фиксированные купоны, а не дивиденды	3 ВЫПУСКА НА 4 МЛРД ЕВРО

В итоге, как заемщик DB может предложить рынку всю палитру своих кредитных, квази-эквити и эквити рисков и различную доходность от 1% годовых по старшему долгу до 7% годовых по вечным облигациям

### СВЯЗНОЙ БАНК-2015

.....

Инвесторам была предложена 3-х летняя реструктуризация, включая 15% downpayment. Инвесторы не приняли условия. Но Банк погасил облигации, а впоследствии был лишен лицензии

### РУССКИЙ СТАНДАРТ-2015

.....

Банк предложил инвесторам реструктуризацию субординированного выпуска еврооблигаций на 550 млн долл. на следующих условиях: 18% downpayment, 13% PIK по облигациям SPV, 49% залог акций.

Банк договорился и в итоге восстановил капитал на 450 млн долл.

### ПЕРЕСВЕТ-2017

.....

Реструктуризация по принципу bail-in (обмен публичного долга на субординированные облигации, что позволило восстановить капитал банку)



- Реструктуризация банковского долга – это всегда прецедент
- Шансов на восстановление стоимости намного меньше
- За исключением критических случаев суборды могут существенно облегчить жизнь

# РУБЛЕВЫЕ БЕССРОЧНЫЕ ОБЛИГАЦИИ РОССЕЛЬХОЗБАНКА

## ► УСПЕШНЫЙ ПРИМЕР. РЫНОК ЖДЕТ НОВЫХ СДЕЛОК

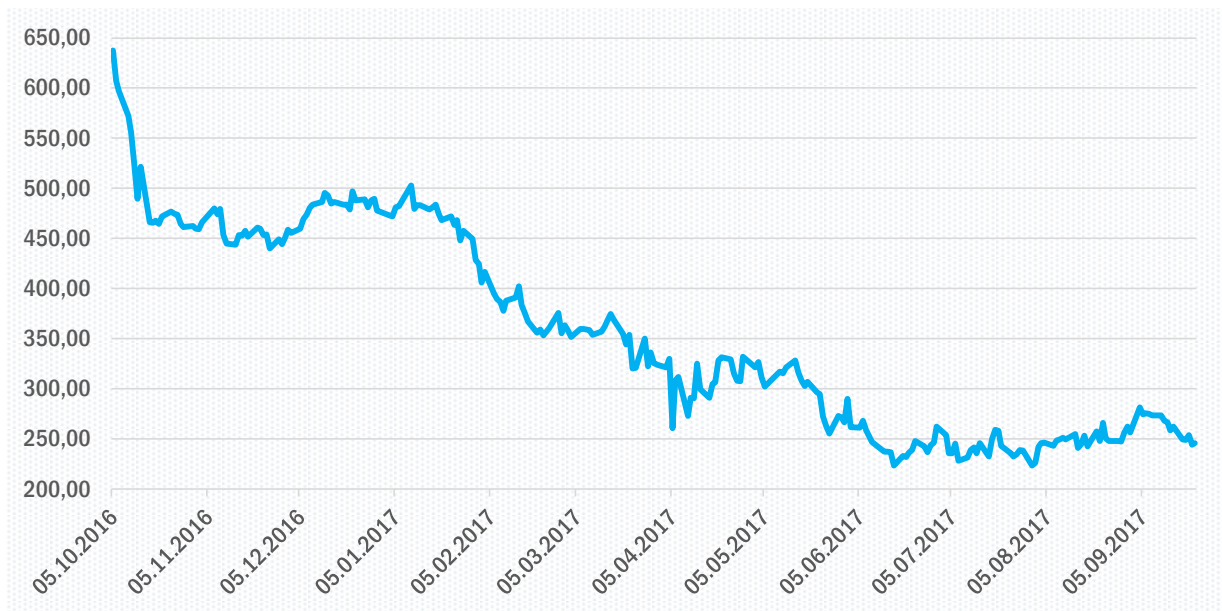
ЭМИТЕНТ	АО «Россельхозбанк»
СУММА СДЕЛКИ	5 млрд руб.
ИНВЕСТОРЫ	институциональные инвесторы + существенный спрос со стороны физических лиц
СТАВКА	14,25%
ОРГАНИЗАТОР ТОРГОВ	Московская Биржа
CALL-ОПЦИОН	Через 10 лет, ставка после call-опциона 10-летний ОФЗ+сложившийся спред при размещении +100 б.п.
ВКЛЮЧЕНИЕ В КАПИТАЛ	Капитал первого уровня

- Первое рыночное размещение вечных облигаций по российскому праву
- Широкий круг инвесторов, включая дистрибуции среди физических лиц
- Впечатляющий рост котировок до 126% от номинала, что соответствует доходности ниже 10% годовых, и сужение спреда к ОФЗ с первоначальных 6,47% до 2,4%
- Ликвидный вторичный рынок
- Условия прекращения обязательств:
  - снижение базового капитала до уровня ниже 5,125%
  - утверждение плана участия АСВ



## ▶ ВЫСОКИЙ СПРОС И ОТЛИЧНЫЕ ЦЕНОВЫЕ УСЛОВИЯ

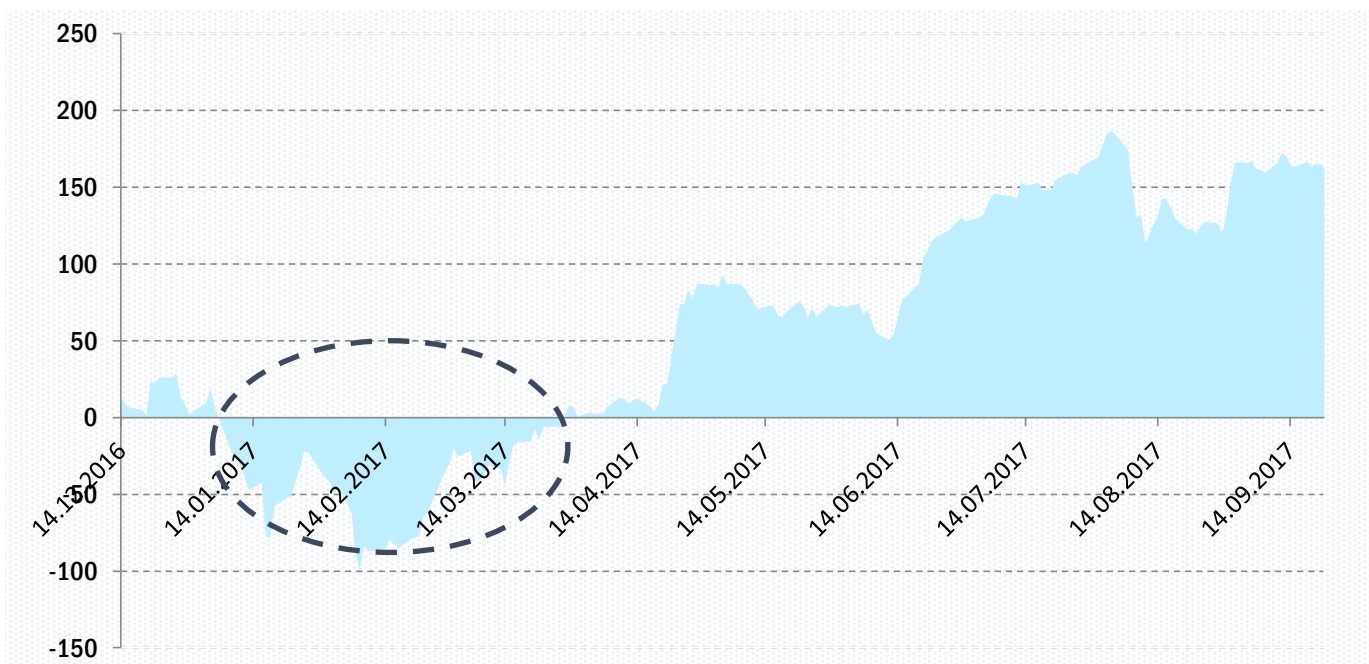
### СПРЭД К РСХБ, СЕРИЯ 08Т К ОФЗ



- Спрэд «вечного» РСХБ неуклонно снижался с первоначальных 637 б.п. до 240 б.п.
- Долларовый perpetual ВТБ в настоящий момент торгуется со спрэдом в 370 б.п. к суверенной евробондовой кривой
- Премия за риск, которую просит российский рынок, существенно ниже в отношении российского субординированного долга

Локальный спрос на российский качественный субординированный риск  
остается неудовлетворенным

### АЛЬФА-БАНК PERP VS BNP PARIBAS PERP



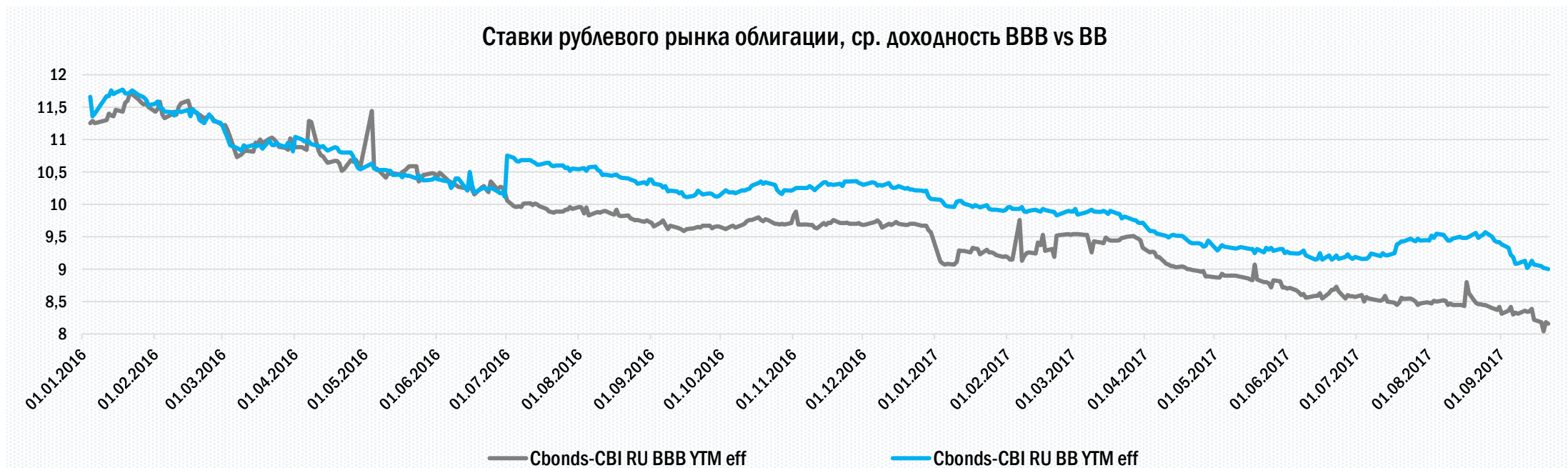
- Мы сравниваем аналогичные по структуре выпуски вечных облигаций, имеющих call-опционы в 2022 году
- Рейтинги Альфа-Банка (BB/Ba2 / BB+) существенно уступают рейтингам BNP Paribas (A/A1/A+)
- При этом в течение 1 кв. 2017 суборды Альфы торговались с дисконтом к BNP Paribas

Спрос на российский качественный субординированный риск остается неудовлетворенным

# СУБОРДИНИРОВАННЫЕ ОБЛИГАЦИИ ДЛЯ КОРПОРАТИВНЫХ КЛИЕНТОВ

## ▶ ЕСТЬ ЛИ ПОТРЕБНОСТЬ В ИНСТРУМЕНТЕ?

- Ставки по рублевым облигациям существенно снижаются...



- Позитивная динамика по открытию ИИС и налоговые льготы создают отличные предпосылки для роста спроса со стороны физических лиц...



Инструмент может быть интересен как институциональному инвестору, так и физическим лицам



## ▶ СЛОЖНОСТИ СТРУКТУРИРОВАНИЯ

- Законодательство не разрешает бессрчные облигации для корпоративных заемщиков
- Законодательство не позволяет привязать исполнение обязательств к наступлению/ненаступлению определенных событий
- Процентные выплаты/порядок определения дохода не могут быть привязаны к финансовым показателям эмитента
- Индексация номинала также не должна зависеть от финансовых результатов эмитента



Корпоративный эмитент существенно ограничен в инструментах,  
которые отвечают его интересам

- Субординированные облигации выпускаются исключительно банками и в ограниченных объемах (в целом 180 млрд руб. и только 13 эмитентов)
- На рынке не представлены корпоративные заемщики
- Динамика вторичного рынка субординированных облигаций подтверждает устойчивый спрос в отношении известных рынку имен
- Тренд по снижению ставок и увеличение доли физических лиц на рынке облигаций позволяют с оптимизмом смотреть в его будущее



## Дмитрий Румянцев

Директор LCPIS

тел. +7 (495) 122 05 17

моб. +7 (919) 996 08 78

[dmitri.roumiantsev@lcpis.ru](mailto:dmitri.roumiantsev@lcpis.ru)

**СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!**

