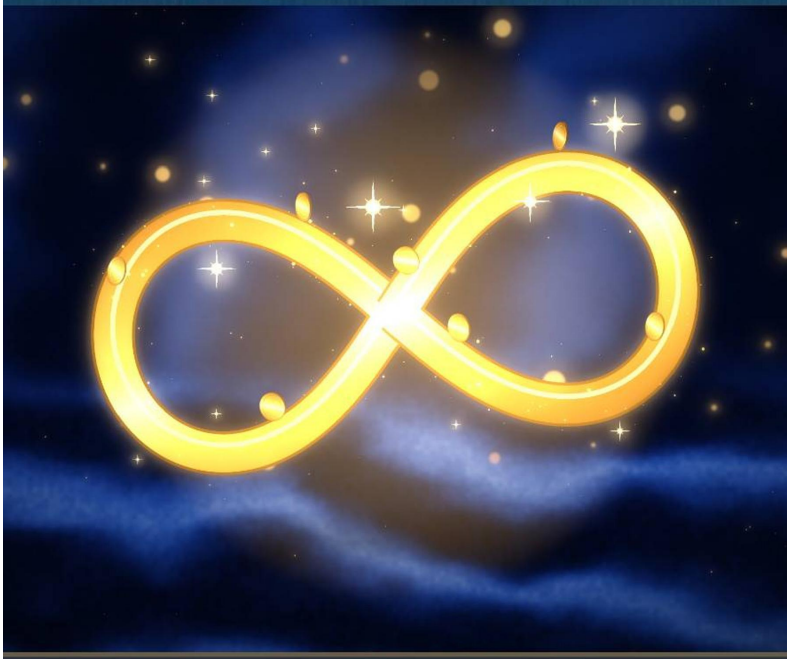
КНИГИ ПО ИНВЕСТИЦИЯМ



СУБОРДИНИРОВАННЫЕ И БЕССРОЧНЫЕ облигации банков

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Субординированные и бессрочные облигации банков

https://litres.ru/74747318
SelfPub; 2026

Аннотация

Повышенный купон по банковским облигациям — это не подарок, а плата за особый риск. Эта книга объясняет, чем субординированные и бессрочные облигации отличаются от обычных. Вы узнаете, почему держатели таких бумаг получают деньги последними при банкротстве и как их вложения могут быть списаны или конвертированы в акции при санации банка. Мы разберем реальные случаи списания субордов в российской банковской истории, колл-опционы эмитента и риск того, что бумага никогда не будет погашена. Вы научитесь оценивать надежность банка-эмитента и рассчитывать справедливую премию за риск. Книга поможет решить, заслуживает ли повышенная доходность места в вашем портфеле.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Последний в очереди: что такое субординированная облигация и зачем банк её выпускает 5
Глава 2. Подушка безопасности: как устроен капитал банка 27
Глава 3. Долг с отложенным правом: устройство субординированной облигации второго уровня (Tier 2) 49
Глава 4. Облигация без даты возврата: бессрочные бумаги добавочного капитала (AT1) 71
Глава 5. Очередь к кассе разорившегося банка: что получит держатель суборда при банкротстве 93
Конец ознакомительного фрагмента. 112

Виталий Гурьев
Субординированные и бессрочные облигации банков

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Последний в очереди: что такое субординированная облигация и зачем банк её выпускает

Ольге тридцать три года, она работает главным бухгалтером в стоматологической клинике в Казани и привыкла относиться к деньгам с профессиональной осторожностью. Её сбережения много лет лежали на вкладах в двух крупных банках, и каждый раз, когда срок вклада подходил к концу, она сравнивала ставки и переносила деньги туда, где платят чуть больше. Однажды вечером, листая приложение брокера, которое она открыла скорее из любопытства, Ольга увидела облигацию хорошо знакомого ей банка. Купон по этой бумаге был заметно выше, чем ставка по вкладу в том же самом банке, хотя речь шла об одном и том же заёмщике. Бухгалтерская привычка сразу подсказала ей простой вопрос: если банк один и тот же, почему он готов платить мне больше за облигацию, чем за вклад?

В другом городе, в Екатеринбурге, живёт Денис, двадцатишестилетний разработчик, который инвестирует уже третий год и гордится тем, что умеет находить доходность выше рынка. Он читает несколько инвестиционных каналов в мес-

сенджере Max, и в одном из них автор восторженно рассказывал о бессрочных облигациях банков с купоном, который выглядел почти как доходность акций. Денис не стал долго размышлять и уже прикидывал, какую часть своего портфеля перенести в эти бумаги. Слово «бессрочные» его не смутило, а скорее раззадорило, потому что звучало как обещание получать купоны вечно. Он и не подозревал, что в документах этих бумаг есть несколько абзацев, способных однажды превратить его вложения в ноль.

Ольга и Денис будут сопровождать нас на протяжении всей книги, потому что они представляют два типичных подхода к повышенной доходности. Ольга начинает с сомнения и хочет понять, где подвох, прежде чем вложить хотя бы рубль. Денис начинает с азарта и ищет аргументы в пользу покупки, которую уже мысленно совершил. Обоим предстоит пройти один и тот же путь: разобраться, за что именно банк доплачивает им лишний процент годовых. Этот вопрос о доплате станет нашим постоянным инструментом, и к концу книги вы будете задавать его автоматически, глядя на любую бумагу с привлекательным купоном.

Начнём с самого определения, потому что от него зависит всё остальное. Субординированная облигация — это долговая ценная бумага, по которой держатель соглашается получить свои деньги только после того, как банк рассчитается со всеми обычными кредиторами. Слово «субординация» пришло из латыни и означает подчинённость, то есть положение

одного требования ниже другого. Если представить всех, кому банк должен деньги, в виде длинной очереди к кассе, то владелец субординированной облигации добровольно встаёт в самый её конец. Он делает это не по ошибке и не по принуждению, а потому, что в обмен на такое место получает более высокий процент.

Важно с самого начала понять, что субординированная облигация остаётся долгом, а не долей в бизнесе. Банк обязуется платить по ней купоны и в определённых случаях вернуть номинал, как и по любой другой облигации. Разница кроется не в самом обещании платить, а в том, что происходит, когда банк не может выполнить все свои обещания одновременно. В обычной жизни такие бумаги ведут себя почти так же, как привычные облигации, и инвестор может годами не замечать никакой разницы. Разница проявляется только в плохие времена, и проявляется она очень резко.

Существует два больших семейства таких бумаг, которым посвящена эта книга. Первое семейство — это субординированные облигации с конкретным сроком погашения, которые профессионалы называют инструментами дополнительного капитала. Второе семейство — это бессрочные облигации, у которых вообще нет даты, когда банк обязан вернуть деньги, и которые относятся к добавочному капиталу. Оба семейства объединяет одно: банк выпускает их не просто ради того, чтобы занять денег, а ради того, чтобы укрепить свой капитал. Чтобы понять, почему долг может счи-

таться капиталом, нам нужно разобраться в мотивах самого банка.

Банк устроен иначе, чем обычная компания, и эта разница объясняет почти всё в нашей теме. Завод занимает деньги, чтобы построить цех, и отдаёт долг из выручки от продажи продукции. Банк занимает деньги у вкладчиков, чтобы выдать их в виде кредитов другим людям и компаниям, и зарабатывает на разнице процентов. Своих денег у банка относительно немного, обычно лишь небольшая доля от всего, чем он распоряжается. Именно эта небольшая доля и называется капиталом, и именно она принимает на себя удар, когда часть заёмщиков перестаёт платить.

Представьте себе, что вы держите небольшую мастерскую по ремонту телефонов и принимаете у клиентов аппараты на ремонт. Если вы случайно разобьёте чужой телефон, вам придётся возместить его стоимость из своего кармана. Чем больше у вас собственных денег в запасе, тем спокойнее клиенты оставляют вам дорогие устройства. Капитал банка работает точно так же: это собственный запас, из которого покрываются ошибки и неудачи, прежде чем они затронут деньги вкладчиков. Регулятор следит за тем, чтобы этот запас никогда не становился слишком маленьким по сравнению с объёмом рискованных операций.

Банк, который хочет расти и выдавать больше кредитов, сталкивается с простой арифметической проблемой. Каждый новый кредит увеличивает риски, а значит, требует уве-

личить и капитал, иначе соотношение между запасом прочности и рисками ухудшится. Самый очевидный способ нарастить капитал — заработать прибыль и не раздавать её акционерам. Второй способ — выпустить новые акции и продать их инвесторам. Третий способ, которому посвящена наша книга, — привлечь особый долг, который регулятор согласен частично засчитывать в капитал.

Почему банк не всегда идёт по пути новых акций, хотя это кажется самым честным решением? Ответ кроется в цене этих денег и в интересах нынешних владельцев. Когда банк продаёт новые акции, доля каждого старого акционера в будущей прибыли уменьшается, и владельцы этого обычно очень не любят. Кроме того, инвесторы, покупающие акции, требуют высокой ожидаемой доходности, потому что принимают на себя максимальный риск. Субординированный долг обходится дешевле акционерного капитала и при этом не размывает долю владельцев.

Есть и налоговый аспект, который делает долг привлекательнее для банка. Проценты по долгу, как правило, уменьшают налогооблагаемую прибыль, тогда как дивиденды акционерам выплачиваются из прибыли, уже очищенной от налога. Получается, что каждый рубль, отданный держателям субординированных облигаций, обходится банку чуть дешевле, чем такой же рубль, отданный акционерам. Для крупного банка, который управляет капиталом в сотни миллиардов рублей, эта разница превращается в заметную эко-

номию. Вот почему финансовые директора банков считают субординированный долг удобным и разумным инструментом.

Получается своеобразная сделка между банком и инвестором, в которой каждая сторона получает своё. Банк получает деньги, которые регулятор считает частью запаса прочности, и при этом платит за них меньше, чем акционерам. Инвестор получает купон выше, чем по обычным облигациям и вкладам того же банка. Взамен инвестор соглашается на две неприятные вещи: стоять последним в очереди при банкротстве и в некоторых случаях лишиться вложений ещё до банкротства. Именно эти две уступки и составляют содержание той доплаты, о которой задумалась Ольга.

Откуда вообще взялась идея считать долг частью капитала? Долгое время банковские регуляторы разных стран требовали от банков держать определённый объём собственных средств, но понимали их по-разному. В 1988 году Базельский комитет по банковскому надзору, объединяющий центральные банки крупнейших экономик, выработал первые общие правила, которые позже назовут Базелем I. В этих правилах впервые на международном уровне было закреплено, что капитал банка может состоять из нескольких частей разного качества. Наряду с акционерным капиталом туда вошли и некоторые виды долга, способные поглощать убытки, в том числе субординированные займы.

Логика регуляторов была понятной и практичной. Если

кредитор заранее согласился получить свои деньги только после всех остальных, то для вкладчиков и обычных кредиторов его деньги работают почти как капитал. Пока субординированный долг не возвращён, он стоит между убытками банка и деньгами вкладчиков, создавая дополнительный слой защиты. Позже, после мирового кризиса 2008 года, регуляторы поняли, что одной лишь очереди недостаточно, и потребовали, чтобы такой долг можно было списывать до наступления банкротства. Подробно эволюцию правил мы рассмотрим в следующей главе, а механизм списания разберём в шестой.

В России субординированные займы начали активно использоваться ещё в конце девяностых и в нулевые годы, когда банки привлекали их у своих акционеров и у иностранных финансовых организаций. Долгое время это были в основном кредиты, а не облигации, и частные инвесторы почти не имели к ним доступа. Затем крупные российские банки стали размещать субординированные еврооблигации на международных рынках, и купить их могли состоятельные клиенты через зарубежных брокеров. Рублёвые субординированные и бессрочные облигации на Московской бирже стали заметным явлением позже, когда внутренний рынок долга вырос и окреп. Сегодня это полноценный сегмент рынка, о котором стоит знать каждому, кто покупает банковские облигации.

Теперь давайте аккуратно сравним субординированную

облигацию с теми инструментами, которые вам уже знакомы. Начнём с вклада, потому что именно с ним сравнивала её Ольга. Вклад физического лица в российском банке застрахован государственной системой страхования вкладов в пределах установленной законом суммы, которая на момент написания книги составляет 1,4 миллиона рублей на одного вкладчика в одном банке. Если банк лишится лицензии, Агентство по страхованию вкладов выплатит вам деньги в пределах этой суммы, причём обычно в течение нескольких недель. Субординированная облигация никакой страховки не имеет, и ни одно государственное агентство не обязано возмещать вам потери.

Помимо страховки, вклад отличается от суборда и местом в очереди кредиторов. Даже ту часть вклада, которая превышает страховую сумму, закон ставит в число самых первых требований к банку. Владелец субординированной облигации, напротив, оказывается в самом хвосте. Получается, что внутри одного и того же банка вклад и суборд находятся на противоположных концах шкалы надёжности. Вот почему банк охотно платит по суборду больше: для него это совершенно другой, гораздо более рискованный для инвестора вид обязательства.

Следующий инструмент для сравнения — обычная, или, как говорят профессионалы, старшая облигация того же банка. Покупая такую бумагу, вы становитесь рядовым кредитором, который не имеет страховки, но и не стоит в конце

очереди. При банкротстве старшие облигационеры получают деньги вместе с другими кредиторами общей очереди, если в конкурсной массе что-нибудь останется. Субординированная облигация того же банка будет выплачена только после того, как держатели старших облигаций получат всё сполна. Разница в доходности между этими двумя бумагами и есть цена очереди, выраженная в процентах годовых.

Последний инструмент для сравнения — акция банка, и здесь картина становится особенно интересной. Акционер стоит ещё дальше в очереди, чем держатель суборда, и получает что-то только после всех кредиторов. Зато у акционера есть право на всю будущую прибыль банка, а значит, его доход ничем не ограничен сверху. Держатель субординированной облигации получает только обещанный купон, сколько бы ни заработал банк. Получается, что держатель суборда принимает на себя часть риска акционера, но не получает его потенциала роста.

Эту асимметрию полезно запомнить с самого начала, потому что она объясняет многие ошибки начинающих инвесторов. Если банк процветает, акционер богатеет, а держатель суборда просто получает свой фиксированный купон. Если банк терпит крах, держатель суборда теряет почти столько же, сколько акционер. В хорошем сценарии вы получаете доход облигации, а в плохом сценарии несёте потери, похожие на потери акционера. Такое сочетание вовсе не означает, что субординированные облигации плохие, но оно

означает, что они требуют внимательного выбора эмитента.

Кто же покупает эти бумаги, если их риск настолько своеобразен? Исторически главными держателями субординированного долга были профессиональные инвесторы, которые умеют оценивать банки и готовы к риску. Сюда относятся другие банки, страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, управляющие компании паевых фондов и иностранные инвестиционные фонды. Для таких покупателей субординированные облигации — способ получить повышенную доходность от надёжных, по их оценке, банков. Они держат большие портфели, внимательно анализируют отчётность и могут позволить себе отдельные неудачи.

Отдельную группу составляют сами акционеры банка и связанные с ними структуры. Владелец, который хочет поддержать свой банк, но не готов вносить деньги в виде акций, нередко предоставляет ему субординированный заём. Государство в кризисные периоды тоже поддерживало банки именно в такой форме, и подробно эти истории мы разберём в восьмой главе. Такие займы выполняют роль страховочной сетки, которую владелец натягивает под своим бизнесом. Для частного инвестора важно понимать, что он может оказаться в одной очереди с такими кредиторами, у которых совсем другие мотивы.

Частные инвесторы пришли на этот рынок сравнительно недавно и с разными ожиданиями. Часть из них — состоятельные клиенты, которым менеджеры банков предлага-

ли субординированные бумаги как более доходную замену вкладу. Часть — самостоятельные инвесторы вроде Дениса, которые сами ищут доходность и находят её в банковских субордах и бессрочных облигациях. Опыт показывает, что именно частные инвесторы чаще всего недооценивают особенности этих бумаг. В следующих главах мы увидим, как эта недооценка оборачивалась болезненными потерями.

Здесь стоит сделать важное замечание о том, кому вообще разрешено покупать такие бумаги в России. Субординированные облигации относятся к сложным инструментам, и доступ к ним ограничен правилами, которые меняются со временем. В тринадцатой главе мы подробно разберём, какие требования предъявляются к покупателю и как их выполнить. Пока достаточно запомнить, что сам факт ограничений — это не бюрократическая прихоть, а сигнал регулятора. Государство прямо говорит вам, что этот инструмент требует понимания, и не стоит покупать его вслепую.

Вернёмся к вопросу Ольги о доплате и посмотрим на него трезвым взглядом. Многие люди воспринимают повышенный купон как удачу, щедрость банка или результат удачного поиска. На самом деле в финансах почти никогда не бывает доходности без причины, особенно когда речь идёт о бумагах крупных и известных эмитентов. Если один и тот же банк платит по вкладу одну ставку, по старшей облигации чуть больше, а по суборду ещё больше, это означает, что рынок видит в этих инструментах разный риск. Повышенный

купон — это не подарок, а плата за то, что вы берёте на себя часть риска, который иначе лёг бы на других.

Удобно представить себе многоэтажный дом, построенный на склоне холма, где во время сильного ливня вода затапливает нижние этажи. Жильцы верхних этажей платят за квартиры дороже, потому что вода до них доходит в последнюю очередь, а иногда не доходит вовсе. Жильцы подвала платят меньше всех, но первыми рискуют оказаться по колено в воде. В мире банковских долгов всё наоборот: тот, кто занимает подвальный этаж, получает больше, а не платит больше. Держатель субординированной облигации живёт как раз в подвале, и его повышенный купон — это компенсация за риск подтопления.

Конечно, далеко не каждый ливень затапливает подвал, и в этом источник иллюзий для неопытного инвестора. Годами держатель суборда надёжного банка получает свои купоны, наблюдает спокойные котировки и начинает думать, что риск был преувеличен. Затем случается кризис, и выясняется, что вода поднимается быстрее, чем все ожидали. Особенно опасно то, что потери в подвале наступают резко, без постепенного предупреждения в виде небольших просадок. Именно поэтому оценивать такой риск нужно заранее, а не в момент, когда вода уже на пороге.

Прежде чем двигаться дальше, давайте договоримся о словаре, которым мы будем пользоваться на протяжении всей книги. Профессиональный мир банковского капитала

говорит на смеси русских терминов и английских сокращений, и новичку легко запутаться. Объясню основные слова сейчас, кратко и без деталей, а подробное наполнение каждое из них получит в своей главе. Так вам будет проще читать новости, проспекты выпусков и аналитические обзоры. Записывать термины не обязательно, поскольку мы будем возвращаться к каждому из них в нужный момент.

Сокращением Tier 2, что буквально означает «второй уровень», обозначают субординированные инструменты дополнительного капитала. Обычно это облигации с длинным сроком погашения, которые поглощают убытки на последней стадии, когда банк уже близок к краху. Сокращение AT1, от английского «Additional Tier 1», обозначает инструменты добавочного капитала первого уровня. Обычно это бессрочные облигации, которые начинают поглощать убытки раньше, чем Tier 2. Устройству первых посвящена третья глава, а устройству вторых — четвёртая.

Слово «триггер» обозначает заранее прописанное условие, при наступлении которого облигация списывается или превращается в акции. Как правило, триггер привязан к показателю достаточности капитала банка или к решению регулятора. Английский термин bail-in, который можно перевести как «спасение изнутри», означает подход, при котором убытки банка покрываются за счёт его кредиторов, а не за счёт государства. Противоположный термин bail-out означает спасение банка деньгами налогоплательщиков. Логике

этих двух подходов и механике триггеров посвящена шестая глава.

Наконец, «колл-опцион эмитента» означает право банка досрочно погасить облигацию в определённые даты, которые называют колл-датами. Это право принадлежит именно банку, а не инвестору, и банк использует его тогда, когда ему это выгодно. Для бессрочных облигаций колл-дата играет особую роль, потому что фактически заменяет собой дату погашения в расчётах инвесторов. Если банк не воспользуется своим правом, бумага останется в обращении на неопределённый срок. Этой теме мы посвятим десятую и одиннадцатую главы.

Теперь, когда словарь у нас под рукой, поговорим о мифах, которые мешают новичкам здраво оценивать такие бумаги. Самый распространённый миф звучит так: банк большой и известный, значит, он обязательно вернёт деньги. Этот миф опирается на верное наблюдение, что крупные банки действительно редко исчезают бесследно. Однако спасение банка и сохранение денег держателей его субордов — это два разных события. Банк может продолжить работу под новым руководством и с новыми акционерами, а держатели его субординированных облигаций при этом лишатся всего.

Именно здесь кроется самая важная мысль первой главы, которую стоит запомнить. Правила, по которым сегодня работают банковские регуляторы, специально построены так, чтобы при спасении банка первыми платили акци-

онеры и держатели субординированного долга. Государство хочет, чтобы налогоплательщики тратили на спасение банков как можно меньше, а значит, кто-то другой должен взять убытки на себя. Этот «кто-то» заранее определён в документах каждого суборда и каждой бессрочной облигации. Покупая такую бумагу, вы добровольно соглашаетесь войти в число тех, кто платит за спасение.

Второй миф гласит, что облигация по определению надёжнее акции, а значит, любая облигация подходит осторожному инвестору. Для обычных облигаций это утверждение во многом верно, хотя и с оговорками. Для субординированных и особенно бессрочных облигаций оно может оказаться опасным заблуждением. Бессрочная облигация с правом банка отменять купоны и с условием списания по многим признакам ближе к акции, чем к классическому долгу. Название «облигация» в этом случае описывает юридическую форму, но не экономическую суть риска.

Третий миф касается рейтинга: если у банка высокий кредитный рейтинг, то и все его бумаги одинаково надёжны. На деле рейтинговые агентства присваивают субординированным выпускам более низкие рейтинги, чем самому банку, и делают это не случайно. Чем ниже бумага в очереди, тем ниже её оценка, даже если сам банк вполне устойчив. Подробно о том, как рассчитывается эта разница, мы поговорим в шестнадцатой главе. Пока важно усвоить, что рейтинг банка нельзя автоматически переносить на его субординирован-

ный долг.

Четвёртый миф особенно популярен среди начинающих инвесторов, которые читают ленты новостей и каналы в Max. Он звучит примерно так: если бы с бумагой было что-то не так, её бы не продавали на бирже. Биржа и регулятор действительно проверяют, чтобы выпуск был оформлен по правилам и чтобы инвестор получил необходимую информацию. Однако ни биржа, ни регулятор не гарантируют, что бумага принесёт вам доход. Допуск к торгам означает лишь то, что правила раскрытия соблюдены, а оценивать риск по-прежнему предстоит вам самим.

Пятый миф связан с прошлым опытом: раньше всё было хорошо, значит, и дальше всё будет хорошо. Субординированные облигации крупных банков действительно годами платили купоны без сбоев, и многие инвесторы привыкли к этому как к норме. Однако риск этих бумаг проявляется редко и неравномерно, так что долгий период спокойствия ничего не говорит о будущем. Похожим образом человек, который десять лет не страховал дом и ни разу не столкнулся с пожаром, не может сделать вывод о том, что пожаров не бывает. Редкие события остаются возможными, даже если вы их ещё не видели.

Шестой миф самый коварный, потому что его разделяют даже опытные инвесторы. Он гласит, что в случае проблем государство обязательно спасёт крупный банк вместе с его кредиторами. Действительно, государство часто спасает си-

стемно важные банки, потому что их крах угрожает всей экономике. Однако современная практика, как российская, так и мировая, показывает, что при таком спасении держатели субординированных бумаг обычно теряют свои деньги. Государство спасает банк как работающую организацию, а не вложения тех, кто согласился принимать убытки первым.

Теперь давайте посмотрим, кому эта книга будет полезна больше всего, и попробуем найти в этих портретах себя. Первый портрет — осторожный вкладчик вроде Ольги, которому надоели невысокие ставки по депозитам и который хочет понять, можно ли зарабатывать больше без лишнего риска. Такому человеку книга поможет понять, где проходит граница между разумной доходностью и неоправданным риском. Возможно, после прочтения Ольга решит, что субординированные облигации ей не подходят. Возможно, она выберет одну-две бумаги самых надёжных банков и будет держать их в небольшой доле портфеля.

Второй портрет — увлечённый охотник за доходностью вроде Дениса, который уже покупал облигации и акции и чувствует себя уверенно. Такому инвестору книга поможет увидеть подводные камни, которые не видны в рекламных обзорах и восторженных постах. Денису предстоит узнать, что купон в его расчётах может быть отменён, а бумага может не быть погашена никогда. Ему предстоит научиться считать не только доходность, но и цену риска, который за ней стоит. Возможно, он сократит свои планы, но станет гораздо более

взвешенным инвестором.

Третий портрет — человек, которому субординированную облигацию предложил менеджер банка в отделении или по телефону. Часто такие предложения звучат как «вклад с повышенной ставкой» или «надёжная облигация нашего банка». Для такого читателя книга станет защитой от неполной или искажённой информации. Он сможет задать менеджеру точные вопросы о месте бумаги в очереди, об условиях списания и о колл-опционе. Если менеджер не сможет ответить, это само по себе станет важным ответом.

Четвёртый портрет — читатель, который уже держит субординированные или бессрочные облигации и хочет лучше понимать, чем он владеет. Возможно, такой человек купил бумаги несколько лет назад по совету знакомого и с тех пор просто получает купоны. Книга поможет ему оценить, насколько разумна его позиция, и понять, на какие сигналы обращать внимание в будущем. Иногда такая проверка приводит к спокойному решению держать бумаги дальше. Иногда она показывает, что риск в портфеле значительно выше, чем казалось, и его стоит уменьшить.

Есть и те, кому субординированные облигации лучше не покупать вовсе, и об этом нужно сказать честно. Если вы копите на конкретную важную цель с ближайшим сроком, например на первый взнос по ипотеке через год, такие бумаги вам не подходят. Если потеря вложенной суммы серьёзно ударит по вашему благополучию, риск списания для вас

неприемлем. Если вы не готовы читать документы выпуска и следить за финансовым положением банка, вы будете покупать вслепую. В таких случаях обычные облигации надёжных эмитентов, вклады в пределах страховой суммы или фонды денежного рынка решат ваши задачи лучше.

Особенно осторожными стоит быть тем, кто рассматривает эти бумаги как единственное вложение. Сосредоточить сбережения в субординированном долге одного банка — значит поставить всё на устойчивость одной организации, причём в самой уязвимой её части. Даже профессиональные фонды, которые держат такие бумаги, распределяют их между многими эмитентами. О том, как правильно определить долю субордов в портфеле, мы подробно поговорим в девятнадцатой главе. Сейчас достаточно запомнить принцип: такие бумаги могут быть приправой к портфелю, но не его основным блюдом.

Самая частая ошибка новичка, которую стоит разобрать уже сейчас, — сравнивать доходности, не сравнивая риски. Предположим, вклад в банке приносит 14% годовых, старшая облигация того же банка даёт 15%, а субординированная облигация обещает 17%. Доплата суборда по сравнению с вкладом составляет три процентных пункта, что на сумму в один миллион рублей даёт дополнительные 30 тысяч рублей в год. Звучит привлекательно, пока вы не зададите себе вопрос о цене ошибки. Если суборд однажды спишут полностью, вы потеряете миллион, а чтобы накопить такую сумму

доплатами по 30 тысяч, понадобится больше тридцати трёх лет.

Этот простой подсчёт не означает, что субординированные облигации заведомо невыгодны, ведь полное списание у надёжного банка случается крайне редко. Он означает другое: решение о покупке должно опираться на оценку вероятности плохого исхода, а не на величину купона. Если вероятность списания за год ничтожно мала, доплата в три пункта может оказаться щедрой. Если же банк слаб и вероятность заметна, та же доплата превращается в плохую сделку. Мы научимся считать эту справедливую премию в семнадцатой главе, а пока просто привыкайте видеть за каждым лишним процентом вопрос о его цене.

Давайте вернёмся к нашим героям и посмотрим, что они вынесли из первого знакомства с темой. Ольга поняла, что повышенный купон по облигации её банка объясняется не щедростью, а местом этой бумаги в очереди кредиторов. Её вклад застрахован и стоит в начале очереди, а субординированная облигация не застрахована и стоит в самом конце. Ольга не стала сразу отказываться от идеи, но решила сначала разобраться, насколько велик риск и насколько справедлива доплата. Это очень здоровая позиция, с которой стоит начинать знакомство с любым новым инструментом.

Денис, напротив, был немного раздосадован, потому что его восторг столкнулся с неудобными фактами. Он привык думать, что бессрочная облигация означает вечный поток

купонов, а оказалось, что купоны могут быть отменены, а сама бумага может быть списана. Однако Денис умеет учиться, и он решил отложить покупку, пока не поймёт механику полностью. Он записал себе вопрос о доплате и решил задавать его каждый раз, когда видит особенно привлекательную доходность. Для инвестора его склада это уже серьёзный шаг вперёд.

Подведём итог первой главы, сохраняя в памяти главное. Субординированная облигация — это долг банка, держатель которого соглашается получить деньги после всех обычных кредиторов, а бессрочная облигация вдобавок не имеет даты погашения. Банк выпускает такие бумаги, потому что регулятор частично засчитывает их в капитал, а обходятся они дешевле акций и не размывают долю владельцев. Инвестор получает повышенный купон в обмен на последнее место в очереди и риск списания, который может наступить даже без банкротства. Ни величина банка, ни его известность, ни биржевой статус бумаги не отменяют этого риска.

Чтобы по-настоящему понять, почему банк готов платить за такой долг и при каких условиях он его списывает, нужно разобраться в устройстве банковского капитала. Именно капитал является той подушкой безопасности, которую субординированные облигации укрепляют и которая определяет их судьбу в трудные времена. В следующей главе мы спустимся на уровень ниже и посмотрим, как регулятор измеряет запас прочности банка. Вы узнаете, из каких слоёв состо-

ит капитал, какие нормативы за ним следят и почему падение одного показателя может стать сигналом для держателей субордов. Без этого понимания все дальнейшие главы будут казаться набором разрозненных правил, а с ним сложатся в стройную систему.

Глава 2. Подушка безопасности: как устроен капитал банка

Когда Ольга впервые открыла годовой отчёт банка, облигацию которого она рассматривала, ей показалось, что она понимает почти всё. Баланс, активы, обязательства, прибыль и убытки были для неё привычными словами, потому что каждый день она составляет похожие отчёты для своей клиники. Однако уже на третьей странице она наткнулась на раздел о достаточности капитала, где мелькали непонятные коэффициенты, уровни и надбавки. Цифры выглядели солидно, но Ольга не могла понять, хороши они или плохи. Она отложила отчёт и решила сначала разобраться, как вообще измеряют прочность банка.

Её затруднение очень показательно, потому что капитал банка устроен совсем не так, как капитал обычной компании. Для стоматологической клиники капитал — это просто разница между тем, чем клиника владеет, и тем, что она должна. Для банка эта разница тоже существует, но регулятор смотрит на неё через особую лупу, разделяя капитал на слои разного качества. Одни слои считаются настоящей защитой, другие — защитой условной, третьи вообще вычитаются из расчёта. Именно в этой многослойной конструкции живут субординированные и бессрочные облигации, поэто-

му без неё нам не обойтись.

Начнём с простой мысли, которую стоит держать в голове на протяжении всей главы. Капитал банка — это деньги владельцев и приравненные к ним средства, которые первыми принимают на себя убытки. Если банк выдал кредит, а заёмщик перестал платить, потерю сначала покрывает прибыль текущего периода. Если прибыли не хватает, убыток начинает уменьшать капитал. Пока капитала достаточно, вкладчики и обычные кредиторы ничего не замечают и получают свои деньги в полном объёме.

Разница между банком и обычной компанией особенно хорошо видна в пропорциях. У промышленной компании собственный капитал нередко составляет треть или даже половину всех средств, которыми она располагает. У банка собственные средства обычно составляют около десятой части баланса, а иногда и меньше. Остальное — деньги вкладчиков, других банков, держателей облигаций и иных кредиторов. Такая высокая доля заёмных средств делает банк очень чувствительным к убыткам, и именно поэтому регуляторы так пристально следят за его капиталом.

Чтобы почувствовать эту чувствительность, представьте банк, у которого на каждые сто рублей активов приходится десять рублей капитала. Если кредиты на пять рублей окажутся безнадёжными, банк потеряет половину своего капитала, хотя активы уменьшатся всего на пять процентов. Если безнадёжными окажутся кредиты на десять рублей, капитал

исчезнет полностью, и банк окажется на грани краха. Получается, что небольшая доля проблемных кредитов способна уничтожить всю подушку безопасности. Вот почему регулятор измеряет не только размер капитала, но и его отношение к рискам.

История международных правил о капитале началась в 1988 году, когда Базельский комитет по банковскому надзору утвердил первое соглашение, позже получившее название Базель I. Главная идея этого документа состояла в том, что капитал банка должен составлять не менее 8% от его активов, взвешенных по риску. Кроме того, соглашение разделило капитал на два уровня и потребовало, чтобы более качественный первый уровень составлял не менее половины всего капитала. Правила были простыми и даже грубыми, но впервые дали банкам разных стран общий язык. Переход к ним занял несколько лет и в основном завершился к началу девяностых.

Довольно скоро выяснилось, что простота Базеля I стала его слабостью. Правила почти не различали кредиты надёжному и слабому заёмщику, если те относились к одной категории, и банки научились этим пользоваться. Они выбирали более рискованных заёмщиков с более высокими ставками, поскольку требования к капиталу от этого не менялись. В 2004 году Базельский комитет утвердил новое соглашение, известное как Базель II, которое строилось на трёх опорах. Первая опора касалась минимальных требований к капиталу

с более точной оценкой рисков, вторая — надзора со стороны регулятора, третья — рыночной дисциплины через раскрытие информации.

Базель II позволил крупным банкам самостоятельно оценивать риски своих кредитов с помощью внутренних моделей, если регулятор эти модели одобрял. Идея выглядела разумной, потому что банк знает своих заёмщиков лучше любого чиновника. На практике модели нередко оказывались слишком оптимистичными, а капитал банков — слишком тонким для настоящего шторма. Мировой финансовый кризис 2007–2009 годов показал это с беспощадной ясностью. Многие банки, формально соблюдавшие все нормативы, оказались на грани краха и были спасены за счёт налогоплательщиков.

Ответом стал Базель III, основные положения которого были согласованы в 2010 году и затем постепенно вводились на протяжении многих лет. Регуляторы резко повысили требования к качеству капитала, сделав главной его частью акционерный капитал и нераспределённую прибыль. Помимо базовых минимумов появились дополнительные надбавки, которые банк должен накапливать в спокойные времена. Кроме того, Базель III ужесточил требования к тем долговым инструментам, которые можно засчитывать в капитал. Именно с этого момента субординированный долг должен был не просто стоять в конце очереди, но и реально поглощать убытки ещё до банкротства.

Россия начала внедрять стандарты Базеля III с 2014 года, когда вступили в силу новые правила расчёта капитала. Сегодня методика расчёта собственных средств российских банков закреплена в Положении Банка России № 646-П, принятом в 2018 году. Этот документ подробно описывает, что входит в каждый уровень капитала, что из него вычитается и каким условиям должны соответствовать долговые инструменты. Сами нормативы достаточности капитала и их минимальные значения установлены отдельной инструкцией регулятора. Читать эти документы целиком частному инвестору не обязательно, но знать об их существовании полезно.

Теперь разберём три уровня капитала, о которых постоянно говорят аналитики. Первый и самый качественный уровень называется базовым капиталом. В него входят деньги, которые акционеры вложили в обыкновенные акции, эмиссионный доход от их продажи, резервный фонд и прибыль прошлых лет, которую банк оставил себе. Из этой суммы вычитаются активы, которые в трудный момент нельзя использовать для покрытия убытков. К таким активам относятся, например, нематериальные активы вроде программного обеспечения и деловой репутации, а также вложения в капитал других финансовых организаций.

Логику вычетов легко понять на бытовом примере. Представьте, что вы оцениваете свою финансовую подушку на случай потери работы и включаете в неё стоимость любимой коллекции марок. Формально коллекция чего-то стоит, но

в момент нужды быстро продать её по справедливой цене будет трудно. Регулятор рассуждает точно так же, когда исключает из базового капитала активы, которые в кризис могут обесцениться или оказаться непродаваемыми. Базовый капитал — это то, на что действительно можно опереться в тяжёлый день.

Второй уровень называется добавочным капиталом, и именно здесь живут бессрочные облигации, которым посвящена четвёртая глава. Вместе с базовым капиталом добавочный образует так называемый основной капитал. Инструменты добавочного капитала должны быть постоянными, то есть не иметь срока погашения, и должны позволять банку не платить по ним доход, если это необходимо. Кроме того, они должны списываться или превращаться в акции при определённом ухудшении положения банка. По сути, регулятор требует от них вести себя почти как акции, сохраняя при этом форму долга.

Третий уровень называется дополнительным капиталом, и именно сюда относятся срочные субординированные облигации, о которых пойдёт речь в третьей главе. Помимо них в дополнительный капитал может входить, например, прибыль текущего года, ещё не подтверждённая аудитором, и некоторые другие элементы. Дополнительный капитал считается менее качественным, потому что начинает поглощать убытки на поздней стадии, когда банк уже близок к краху. Основной и дополнительный капитал вместе образуют соб-

ственные средства банка. Именно эту общую сумму регулятор сравнивает с рисками, когда оценивает совокупную достаточность капитала.

Удобно представить капитал банка как трёхслойный пирог, лежащий между убытками и деньгами вкладчиков. Верхний и самый толстый слой — это базовый капитал, который первым впитывает любую неприятность. Под ним лежит тонкий слой добавочного капитала, который вступает в дело, когда верхний слой уже серьёзно пострадал. Ниже находится слой дополнительного капитала, который защищает вкладчиков на самой последней стадии. Держатель субординированной облигации владеет частью нижнего слоя, а держатель бессрочной облигации — частью среднего.

Теперь перейдём к знаменателю, без которого достаточность капитала не имеет смысла. Регулятор сравнивает капитал не со всеми активами банка, а с активами, взвешенными по риску. Это значит, что каждый актив умножается на коэффициент, который отражает вероятность потерь по нему. Деньги на корреспондентском счёте в Банке России или вложения в государственные облигации считаются почти безрисковыми и получают нулевой вес. Кредит обычной компании обычно получает вес около ста процентов, а некоторые особо рискованные кредиты — гораздо больше.

Почему ипотека и потребительский кредит весят по-разному, хотя оба выданы гражданам? Ипотечный кредит обеспечен квартирой, которую банк может продать, если заём-

щик перестанет платить, поэтому потери по нему обычно ограничены. Потребительский кредит без залога в случае неплатежа может быть потерян почти полностью. Кроме того, Банк России в последние годы активно использует так называемые надбавки к коэффициентам риска, чтобы охладить слишком быстрый рост необеспеченных кредитов. Если банк выдаёт кредиты людям, которые уже отдают большую часть дохода на погашение долгов, такой кредит может весить в несколько раз больше обычного.

Давайте посчитаем на условном примере, как это работает. Предположим, банк выдал ипотеку на 100 миллиардов рублей с весом риска 50% и потребительские кредиты на 100 миллиардов рублей с весом риска 150%. Взвешенные по риску активы по ипотеке составят 50 миллиардов рублей, а по потребительским кредитам — 150 миллиардов рублей. Получается, что при одинаковом объёме выданных кредитов потребительские займы требуют в три раза больше капитала. Банк, который делает ставку на быстрое потребительское кредитование, вынужден постоянно искать новый капитал.

Теперь соединим числитель и знаменатель в нормативы, за которыми следит Банк России. Норматив Н1.1 показывает отношение базового капитала к активам, взвешенным по риску, и его минимальное значение составляет 4,5%. Норматив Н1.2 показывает отношение основного капитала, то есть базового вместе с добавочным, к тем же активам, и его минимум составляет 6%. Норматив Н1.0 показывает отно-

шение всех собственных средств к рисковым активам, и его минимум равен 8%. Эти три числа повторяют логику Базеля III, и их публикуют все российские банки.

Рассмотрим условный банк, чтобы цифры ожили. Пусть его активы, взвешенные по риску, составляют 800 миллиардов рублей, базовый капитал — 60 миллиардов, добавочный капитал в виде бессрочных облигаций — 10 миллиардов, а дополнительный капитал в виде субординированных облигаций — 20 миллиардов. Норматив Н1.1 составит 60, делённое на 800, то есть 7,5%. Норматив Н1.2 составит 70, делённое на 800, то есть 8,75%. Норматив Н1.0 составит 90, делённое на 800, то есть 11,25%, и все три показателя оказываются выше минимумов.

Обратите внимание на важную деталь, которую часто упускают новички. Бессрочные облигации улучшают норматив Н1.2 и Н1.0, но никак не влияют на Н1.1. Субординированные облигации улучшают только Н1.0 и не помогают ни Н1.1, ни Н1.2. Самый строгий норматив Н1.1 можно поддержать только настоящим акционерным капиталом и прибылью. Это означает, что долговые инструменты не способны спасти банк, у которого проблемы с базовым капиталом, и для держателей субордов этот факт имеет большое значение.

Минимальные значения нормативов — это лишь нижняя граница, ниже которой банк нарушает закон. Над этими минимумами Базель III и российские правила надстраивают надбавки, которые банк должен накапливать сверх

обязательного уровня. Первая из них называется надбавкой поддержания достаточности капитала, или консервационной надбавкой, и составляет 2,5% от рисковых активов. Она формируется из базового капитала и служит запасом, который банк может расходовать в трудные времена. Если банк залезает в этот запас, он не нарушает нормативов, но теряет право свободно распределять прибыль.

Вторая надбавка называется антициклической, и её размер регулятор меняет в зависимости от состояния экономики. Когда кредитование растёт слишком быстро и в экономике накапливаются риски, регулятор повышает эту надбавку, заставляя банки откладывать больше капитала. Когда наступает спад, надбавку можно снизить или обнулить, чтобы банки использовали накопленный запас для поддержки кредитования. Базель III допускает её размер в диапазоне от нуля до 2,5%. Долгое время в России она была нулевой, а в 2024–2025 годах Банк России начал устанавливать её выше нуля, реагируя на бурный рост кредитования.

Третья надбавка касается крупнейших банков, которые регулятор относит к системно значимым. В России для таких банков она составляет 1% от рисковых активов. Логика проста: чем больше вред от падения банка, тем толще должна быть его подушка. Список системно значимых банков Банк России утверждает и периодически пересматривает, и о значении этого статуса для инвестора мы поговорим в пятнадцатой главе. Пока достаточно понимать, что крупнейшие

банки обязаны держать больше капитала, чем остальные.

Сложим всё вместе на примере системно значимого банка в момент, когда антициклическая надбавка, допустим, равна 0,5%. Минимальный базовый капитал составляет 4,5%, к нему добавляются 2,5% консервационной надбавки, 0,5% антициклической и 1% за системную значимость. В сумме получается 8,5% по нормативу Н1.1, ниже которых банк начинает испытывать ограничения на выплату дивидендов. Для норматива Н1.0 та же логика даёт 8% плюс 4% надбавок, то есть 12%. Когда аналитики говорят о «запасе капитала», они обычно имеют в виду расстояние между фактическими нормативами и этими уровнями с надбавками.

Есть ещё один показатель, который дополняет картину, — норматив финансового рычага. Он сравнивает основной капитал банка не с рисковыми, а со всеми активами без взвешивания, включая некоторые внебалансовые обязательства. Его минимальное значение в России составляет 3%. Этот норматив нужен как страховка на случай, если веса риска окажутся заниженными и банк будет выглядеть прочнее, чем есть на самом деле. Для инвестора это полезная проверка здравого смысла, когда нормативы достаточности кажутся подозрительно высокими.

Теперь вы готовы понять, почему без субординированного долга банку пришлось бы урезать кредитование. Вернёмся к нашему условному банку с собственными средствами 90 миллиардов рублей и предположим, что для комфортной

работы он хочет держать норматив Н1.0 на уровне 12%. При таком нормативе он может нарастить рисковые активы до 750 миллиардов рублей, поскольку 90, делённое на 0,12, равно 750. Если бы у банка не было субординированных облигаций на 20 миллиардов, его собственные средства составили бы 70 миллиардов. Тогда предельный объём рисковых активов сократился бы примерно до 583 миллиардов рублей, то есть на 167 миллиардов меньше.

Эти 167 миллиардов рублей — это кредиты компаниям, ипотека для семей и займы предпринимателям, которые банк не смог бы выдать. Для экономики это означало бы меньше инвестиций и меньше доступного кредита, а для банка — меньше процентного дохода. Вот почему банки так ценят возможность привлекать долг, который засчитывается в капитал. Для каждого рубля субординированного долга находится несколько рублей дополнительных кредитов. Именно эта арифметика объясняет, почему банк готов платить держателям субордов повышенный купон.

Что выигрывает сам банк, включая долг в капитал, помимо возможности расти? Во-первых, он получает гибкость, потому что выпустить облигации можно быстрее и с меньшими формальностями, чем провести дополнительную эмиссию акций. Во-вторых, он сохраняет структуру собственности, поскольку держатели облигаций не голосуют на собрании акционеров и не претендуют на управление. В-третьих, он экономит на стоимости капитала, ведь доходность,

которую требуют держатели субордов, обычно ниже ожидаемой доходности акционеров. В-четвёртых, он может точно подстраивать объём капитала под свои планы, выпуская облигации нужного объёма в нужный момент.

У медали есть и обратная сторона, о которой банки говорят реже. Субординированный долг нужно обслуживать при любой прибыли, если только речь не идёт о бессрочных бумагах с правом отмены купонов. Кроме того, срочные субординированные облигации со временем перестают полностью учитываться в капитале, и банку приходится заранее думать о замене. Наконец, слишком большая доля долговых инструментов в капитале настораживает аналитиков и рейтинговые агентства. Банк, капитал которого держится в основном на субордах, а не на акциях и прибыли, выглядит менее устойчивым.

Как Банк России решает, может ли конкретный долговой инструмент считаться капиталом? Регулятор исходит из нескольких принципов, которые вытекают из самой природы капитала. Инструмент должен быть доступен для покрытия убытков, то есть не должен возвращаться кредиторам в трудный момент по их желанию. Выплаты по нему не должны создавать дополнительную нагрузку на банк, когда ему и так тяжело. Кроме того, инструмент должен быть действительно оплачен внешними инвесторами, а не создан искусственно за счёт средств самого банка.

Последний принцип заслуживает отдельного рассказа, по-

тому что связан с реальными злоупотреблениями. В истории российского банковского сектора встречались схемы, при которых банк выдавал кредит дружественной компании, а та на эти деньги покупала его субординированные облигации или акции. На бумаге капитал рос, хотя на самом деле банк просто гонял собственные деньги по кругу. Такой капитал называют фиктивным, потому что в момент убытков он исчезает вместе с проблемным кредитом. Банк России при проверках выявлял подобные конструкции и требовал исключать их из капитала, что иногда резко ухудшало нормативы банка.

Для инвестора отсюда следует практический вывод, который пригодится в четырнадцатой главе. Высокие нормативы достаточности капитала сами по себе ещё не гарантируют устойчивости, если качество капитала вызывает сомнения. Внезапное доначисление резервов или исключение части капитала по требованию регулятора может за один день превратить благополучный банк в проблемный. Поэтому опытные аналитики смотрят не только на сами нормативы, но и на то, из чего состоит капитал. Чем больше в нём настоящих денег акционеров и накопленной прибыли, тем спокойнее держателю суборда.

Теперь соберём всё в единую картину и посмотрим, как капитал работает в роли амортизатора. Представьте, что наш условный банк столкнулся с серьёзным кризисом, и часть его заёмщиков перестала платить. Сначала убытки покрываются

текущей прибылью, и банк просто зарабатывает меньше, чем планировал. Затем банк начинает формировать резервы, которые уменьшают базовый капитал, и нормативы снижаются. Пока снижение не выходит за пределы надбавок, банк продолжает работать, хотя и с ограничениями на дивиденды.

Если убытки продолжают расти, базовый капитал тает дальше, и банк приближается к обязательным минимумам. Допустим, наш банк с рисковыми активами 800 миллиардов рублей потерял 30 миллиардов рублей базового капитала. Тогда базовый капитал сократится с 60 до 30 миллиардов, а норматив Н1.1 упадёт до 3,75%, то есть ниже обязательного минимума в 4,5%. На практике рисковые активы при этом тоже немного уменьшатся из-за списаний, но картина от этого принципиально не изменится. Банк окажется в зоне, где регулятор обязан вмешаться.

Именно на этих стадиях в игру вступают инструменты добавочного и дополнительного капитала. Документы бессрочных и субординированных облигаций содержат условия, при которых они списываются или превращаются в акции, и эти условия привязаны к уровню базового капитала. Как только базовый капитал опускается до определённых порогов, держатели этих бумаг начинают участвовать в покрытии убытков. Их деньги перестают быть долгом банка и превращаются в его капитал, восстанавливая нормативы. Точные пороги и механику этого превращения мы подробно разберём в шестой главе.

Здесь полезно провести аналогию с автомобильной подвеской, которая гасит удары на неровной дороге. Пружина принимает на себя небольшие толчки, амортизатор гасит более сильные, а резиновый отбойник срабатывает только тогда, когда подвеска сжата до предела. Базовый капитал похож на пружину, которая работает постоянно и принимает на себя повседневные удары. Добавочный капитал напоминает амортизатор, который включается при серьёзной встряске. Дополнительный капитал похож на отбойник, который срабатывает в последний момент перед ударом о кузов.

Если отбойник сработал, автомобиль ещё может ехать, но водителю пора серьёзно задуматься о ремонте. Так же и банк, у которого списаны субординированные облигации, может продолжать работу, но уже в режиме спасения. Держатель субординированной облигации — это тот, чей отбойник сработал, и его вложения уже не вернутся в прежнем виде. Вот почему так важно понимать, насколько далеко банк находится от этих порогов. Расстояние между текущим уровнем капитала и точкой срабатывания — это главный показатель безопасности для держателя суборда.

Где найти все эти цифры, если вам захочется проверить конкретный банк самостоятельно? Банки обязаны раскрывать значения обязательных нормативов, и эти сведения публикуются как на сайтах самих банков, так и на сайте Банка России в разделе с информацией о кредитных организациях. Отдельная отчётная форма содержит фактические значе-

ния нормативов на каждую месячную дату, и её можно найти по названию банка. Кроме того, банки раскрывают подробную информацию о структуре капитала и о рисках в специальных отчётах, которые по-английски называют раскрытием третьей опоры Базеля. Для первых шагов достаточно найти три норматива и сравнить их с минимумами и надбавками.

Ольга, разобравшись в этой конструкции, вернулась к отчёту своего банка уже с другим взглядом. Теперь она искала три числа: Н1.1, Н1.2 и Н1.0, а также сведения о надбавках, которые банк обязан соблюдать. Она заметила, что базовый капитал банка заметно превышает минимум с надбавками, и это её немного успокоило. Одновременно она увидела, что доля субординированного долга в капитале банка довольно велика. Этот факт она записала себе как вопрос для дальнейшего изучения.

Денис подошёл к теме по-своему и сразу задал вопрос, который волнует многих инвесторов. Он спросил, какой уровень норматива можно считать безопасным для держателя бессрочной облигации. Однозначного ответа на этот вопрос нет, потому что многое зависит от качества активов, бизнес-модели и динамики показателей. Однако общий принцип понятен: чем больше расстояние между фактическим Н1.1 и порогами срабатывания, тем ниже риск. Денис записал себе, что смотреть нужно не только на сегодняшнее значение, но и на то, как оно менялось в последние годы.

Здесь стоит предостеречь от типичной ошибки, которую совершают многие начинающие аналитики. Они смотрят на норматив совокупной достаточности капитала Н1.0 и успокаиваются, если он заметно выше 8%. Для держателя бессрочной облигации гораздо важнее норматив Н1.1, потому что именно к нему привязаны условия списания. Банк может иметь комфортный Н1.0 благодаря большому объёму субординированного долга и при этом находиться в опасной близости к порогам по Н1.1. Смотреть на правильный норматив — первое правило анализа банковского капитала.

Вторая типичная ошибка состоит в том, чтобы оценивать капитал по одной цифре за один день. Нормативы публикуются ежемесячно и могут заметно колебаться, особенно у банков, которые быстро растут или проводят крупные сделки. Банк может красиво выглядеть на отчётную дату и при этом в промежутке приближаться к опасной черте. Кроме того, перед выплатой дивидендов или после крупной сделки нормативы могут резко измениться. Поэтому разумно смотреть на динамику за год или два, а не на последний опубликованный показатель.

Третья ошибка связана с доверием к публикуемым цифрам без учёта возможных корректировок. История российского банковского сектора знает немало случаев, когда после проверки регулятора капитал банка оказывался значительно меньше, чем он сам показывал. Иногда разница объяснялась недосозданными резервами по проблемным кредитам, ино-

гда фиктивным капиталом. Отличить такой банк по одним лишь нормативам невозможно, поэтому их нужно сопоставлять с другими признаками. Об этих признаках мы подробно поговорим в четырнадцатой и пятнадцатой главах.

Четвёртая ошибка встречается у людей, которые впервые знакомятся с банковской отчётностью и путают капитал с уставным капиталом. Уставный капитал — это лишь номинальная стоимость акций, зафиксированная в учредительных документах, и для крупного банка она может быть совсем небольшой. Настоящая подушка безопасности складывается из уставного капитала, эмиссионного дохода, накопленной прибыли и других элементов за вычетом всего, что регулятор считает ненадёжным. Банк с крошечным уставным капиталом может быть очень прочным, если за годы работы он накопил большую прибыль. Обратное тоже верно: внушительный уставный капитал ничего не стоит, если банк годами копил убытки.

Пятая ошибка связана с непониманием того, как рост банка влияет на его капитал. Многие инвесторы радуются, когда видят, что банк быстро наращивает кредитный портфель, и воспринимают это как признак силы. Однако каждый новый кредит увеличивает рисковые активы, а значит, при прочих равных снижает нормативы достаточности. Если прибыль банка не успевает за ростом кредитов, капитал становится всё тоньше относительно рисков. Рассмотрим простой пример, который хорошо показывает эту механику.

Пусть у банка базовый капитал составляет 60 миллиардов рублей, рисковые активы — 800 миллиардов, а норматив Н1.1, как мы уже считали, равен 7,5%. За год банк заработал 12 миллиардов рублей прибыли и не выплатил дивидендов, так что базовый капитал вырос до 72 миллиардов. Одновременно банк нарастил кредитование на четверть, и рисковые активы выросли до 1 триллиона рублей. Новый норматив Н1.1 составит 72, делённое на 1000, то есть 7,2%. Банк заработал хорошую прибыль, но его запас прочности всё равно сократился.

Если бы тот же банк в конце года выплатил акционерам половину прибыли в виде дивидендов, базовый капитал вырос бы лишь до 66 миллиардов рублей. Тогда норматив Н1.1 упал бы до 6,6%, и запас над уровнем с надбавками стал бы совсем небольшим. Для держателя суборда такая картина означает, что банк живёт в режиме постоянного поиска капитала. Скорее всего, в ближайшее время он выпустит новые субординированные или бессрочные облигации, а возможно, проведёт дополнительную эмиссию акций. Важно уметь читать эти сигналы заранее, а не узнавать о них из новостей.

Ольга нашла для себя удобный способ запомнить эту логику через опыт своей клиники. Когда клиника покупает новое дорогое оборудование в кредит, у неё растут обязательства, и владельцам приходится следить, чтобы собственных средств хватало на случай неудачного года. Если владельцы при этом забирают всю прибыль себе, запас прочности кли-

ники тает, хотя бизнес растёт. Банк живёт по тем же законам, только масштаб и строгость правил у него несравнимо выше. Такое сравнение помогло Ольге увидеть в сухих нормативах живую историю о балансе между ростом и осторожностью.

Полезно смотреть и на то, какую долю собственных средств банка составляют долговые инструменты. Если из каждых ста рублей собственных средств семьдесят приходится на базовый капитал, а тридцать — на бессрочные и субординированные облигации, подушка банка в основном состоит из денег акционеров и прибыли. Если же долговые инструменты составляют половину собственных средств, капитал банка гораздо более хрупок, чем показывает норматив Н1.0. Такая структура говорит о том, что банк предпочитает занимать капитал, а не зарабатывать его. Для держателя суборда это сигнал внимательнее присмотреться к прибыльности банка.

Подведём итог второй главы и соберём её главные выводы. Капитал банка — это многослойная подушка, состоящая из базового, добавочного и дополнительного капитала, каждый из которых поглощает убытки на своей стадии. Регулятор измеряет его отношение к активам, взвешенным по риску, через нормативы Н1.1, Н1.2 и Н1.0 с минимумами 4,5%, 6% и 8% и надбавками сверх них. Бессрочные облигации относятся к добавочному капиталу и поддерживают нормативы Н1.2 и Н1.0, а срочные субординированные — к дополнительному и поддерживают только Н1.0. Ни те ни другие

не помогают самому строгому нормативу Н1.1, к которому привязана судьба их держателей.

Теперь, когда общая конструкция понятна, пора посмотреть, как устроен конкретный инструмент, который банк выпускает для пополнения дополнительного капитала. В следующей главе мы разберём субординированную облигацию второго уровня во всех деталях. Вы узнаете, почему у неё такой длинный срок, почему инвестор не может потребовать деньги досрочно и почему она постепенно теряет ценность для банка по мере приближения погашения. Мы научимся читать документы выпуска и находить в них признаки субординации. Это будет первый шаг от теории к реальной бумаге, которую вы можете встретить в своём брокерском приложении.

Глава 3. Долг с отложенным правом: устройство субординированной облигации второго уровня (Tier 2)

Через неделю после того, как Ольга разобралась с нормативами, она нашла на сайте Московской биржи облигацию своего банка и открыла её карточку. Срок до погашения составлял почти девять лет, что сразу показалось ей странным, потому что обычные облигации того же банка гасились через два-три года. В описании выпуска стояло слово «субординированные», а ниже был длинный перечень условий, написанных юридическим языком. Ольга привыкла читать договоры с поставщиками медицинского оборудования и знала, что самое важное обычно прячется в мелком шрифте. Она распечатала документы и взяла в руки карандаш, как делала это на работе.

В этой главе мы пройдём вместе с Ольгой по документам типичной субординированной облигации второго уровня. Профессионалы называют такие бумаги инструментами дополнительного капитала или просто Tier 2. Это самый «облигационный» из всех инструментов банковского капитала, потому что у него есть дата погашения, обязательный ку-

пон и понятный срок жизни. Одновременно в нём заложено несколько условий, которые принципиально отличают его от обычного долга. Каждое из этих условий появилось не случайно, и каждое имеет прямое отношение к вашим деньгам.

Первое, что бросилось в глаза Ольге, — это длинный срок. Российские правила, следуя стандартам Базеля III, требуют, чтобы субординированный долг, засчитываемый в дополнительный капитал, имел первоначальный срок не менее пяти лет. На практике банки обычно выпускают такие облигации на десять лет, а иногда и на более длительный срок. Короткий субординированный долг не имеет для банка смысла, потому что почти не помогает капиталу. Чем длиннее срок, тем дольше бумага работает подушкой безопасности.

Зачем регулятору нужен такой длинный срок? Капитал должен быть стабильным, иначе в самый трудный момент он может утечь из банка. Представьте, что банк держит в капитале субординированный долг со сроком один год, а кризис разразился как раз накануне погашения. Банку пришлось бы отдать эти деньги кредиторам именно тогда, когда капитал нужен больше всего, или срочно искать замену на рынке, который в кризис закрыт. Длинный срок снижает вероятность такого совпадения и даёт банку время пережить трудности.

Для инвестора у длинного срока есть своя цена, которую полезно ощутить на календаре. Десять лет в российской экономике — это период, за который почти наверняка случится хотя бы один серьёзный кризис. Достаточно вспомнить,

что за полтора десятилетия страна прошла через потрясения 2008, 2014, 2020 и 2022 годов, и каждое из них по-своему ударило по банкам. Покупая десятилетний суборд, вы фактически соглашаетесь, что ваши деньги переживут вместе с банком один или два таких шторма. Вопрос не в том, случится ли кризис, а в том, насколько крепким банк войдёт в него.

Вторая особенность, которую Ольга нашла в документах, сформулирована так, что её легко пропустить. Держатель субординированной облигации не вправе требовать досрочного погашения ни при каких обстоятельствах, кроме ликвидации банка. В обычных облигациях нередко есть пункты, позволяющие инвестору потребовать деньги назад, если эмитент нарушил условия, например задержал купон или допустил дефолт по другому долгу. В облигациях Tier 2 такие права исключены. Даже если банк столкнётся с серьёзными проблемами, держатель не сможет ускорить возврат своих денег.

Чтобы понять значение этого условия, представьте две ситуации. В первой вы держите обычную облигацию компании, которая просрочила платёж по банковскому кредиту, и в документах вашей облигации есть так называемое перекрёстное условие дефолта. Вы и другие держатели вправе потребовать немедленного погашения, и это даёт вам шанс получить деньги раньше, чем ситуация ухудшится. Во второй ситуации вы держите субординированную облигацию банка, у которого те же проблемы, но такого права у вас нет. Вы бу-

дете наблюдать, как положение банка ухудшается, и сможете лишь продать бумагу на рынке по той цене, которую вам предложат.

Регулятор запрещает такие права по понятной причине. Если бы держатели субординированного долга могли потребовать деньги при первых признаках проблем, они сделали бы это одновременно, и банк лишился бы капитала в самый неподходящий момент. Капитал, который можно забрать по требованию, вообще не является капиталом. Поэтому субординированный долг обязан оставаться в банке до конца срока, что бы ни происходило. Для инвестора это означает, что единственным способом выйти досрочно остаётся продажа на вторичном рынке.

Именно здесь кроется практический совет, который стоит усвоить с самого начала. Покупая субординированную облигацию со сроком в восемь или десять лет, оценивайте не только надёжность банка сегодня, но и свою готовность держать бумагу весь этот срок. Если вам может понадобиться продать её раньше, вы будете зависеть от рыночной цены, которая в трудные для банка времена может оказаться очень низкой. Ликвидность таких бумаг и поведение их цен мы разберём в восемнадцатой главе. Пока запомните, что долгий срок и отсутствие права досрочного требования делают суборд вложением, из которого нельзя выйти по своему желанию без потерь.

Третья особенность, которую Ольга не сразу поняла, каса-

ется того, как банк учитывает облигацию в капитале по мере приближения погашения. Правила предусматривают, что в последние пять лет до погашения субординированный долг засчитывается в капитал не полностью. Каждый год его учитываемая величина снижается на 20 процентных пунктов от первоначальной суммы. Когда до погашения остаётся пять лет и более, долг учитывается полностью, при сроке от четырёх до пяти лет — на 80%, от трёх до четырёх — на 60%, от двух до трёх — на 40%, от одного до двух — на 20%. В последний год перед погашением такой долг вообще перестаёт считаться капиталом.

Посчитаем на примере, чтобы почувствовать механику. Пусть банк разместил субординированные облигации на 10 миллиардов рублей со сроком десять лет. Первые пять лет все 10 миллиардов входят в дополнительный капитал. Когда до погашения останется четыре с половиной года, в капитал будет засчитываться лишь 8 миллиардов, а ещё через год — 6 миллиардов. За год до погашения банк будет платить по этим облигациям полный купон, хотя в капитале они уже не учитываются вовсе.

Логика регулятора здесь вполне понятна. Долг, который скоро придётся вернуть, не может считаться надёжной частью капитала, потому что банк вскоре лишится этих денег. Постепенное снижение учитываемой суммы заставляет банк заранее готовиться к погашению и искать замену. Если бы долг учитывался полностью до последнего дня, а затем ис-

чезал из капитала, банк мог бы столкнуться с резким падением нормативов. Плавное снижение даёт время и банку, и регулятору.

Крупные банки, которые регулярно выпускают субординированные облигации, учитывают это правило при планировании и выстраивают выпуски своеобразной лесенкой. Представьте банк, который разместил первый суборд на десять лет, а через три года — второй, ещё через три — третий. Когда первый выпуск входит в зону постепенного снижения учитываемой суммы, второй и третий ещё работают в капитале полностью. Банк заранее готовит новый выпуск, чтобы заместить выбывающий капитал, и делает это в спокойный момент на рынке. Для инвестора такая регулярность — хороший знак, потому что она говорит о продуманном управлении капиталом, а не о латании дыр.

Для инвестора эта особенность имеет неочевидное, но важное следствие. Когда облигация начинает терять ценность для капитала, банк становится заинтересован в том, чтобы досрочно погасить её и заменить новым выпуском. Платить полный купон по долгу, который уже наполовину не работает в капитале, невыгодно. Именно поэтому большинство субординированных облигаций содержат право банка погасить их досрочно примерно за пять лет до окончательного срока. Это право, называемое колл-опционом, мы подробно разберём в десятой главе, а здесь важно увидеть его связь с правилом амортизации.

Четвёртая группа условий касается обязательных пунктов, без которых облигация не может считаться субординированной. Прежде всего, в документах должно быть прямо указано, что требования по облигациям удовлетворяются после требований всех иных кредиторов банка. Это условие субординации, которое и даёт бумаге её название. Кроме того, в документах должно быть указано, что облигации не могут быть погашены досрочно без согласия Банка России. Наконец, с 2014 года в документах всех новых субординированных инструментов должно быть прописано условие о прекращении обязательств или их обмене на акции при наступлении определённых событий.

Последнее условие появилось в российском законодательстве после того, как в 2013 году в закон о банках были внесены изменения, касающиеся субординированного долга. С этого момента субординированный долг, который банк хочет засчитывать в капитал, обязан был предусматривать возможность списания. Субординированные инструменты, выпущенные ранее без такого условия, постепенно исключались из капитала в течение переходного периода. Сама механика списания и конвертации составляет предмет шестой главы, поэтому здесь мы ограничимся фактом его обязательности. Ольга нашла этот пункт в документах своей облигации и подчеркнула его дважды.

Ещё одно обязательное условие касается процентной ставки, которую банк платит держателям. Ставка должна со-

ответствовать рыночным условиям, то есть не быть заведомо завышенной или заниженной по сравнению с другими подобными инструментами. Это требование может показаться странным, ведь инвестору выгодна высокая ставка. Однако регулятор опасается ситуаций, когда через завышенную ставку из банка выводятся деньги в пользу связанных с владельцами лиц. Справедливая рыночная ставка защищает и банк, и других кредиторов от злоупотреблений.

Пятая особенность, которую Ольга обнаружила в документах, касается обеспечения. Субординированная облигация не может иметь никакого обеспечения: ни залога имущества, ни поручительства, ни гарантии. Более того, обеспечение не может быть предоставлено ни самим банком, ни связанными с ним лицами. Это условие гарантирует, что держатель суборда не получит преимуществ перед другими кредиторами при банкротстве. Если бы у суборда был залог, он перестал бы быть последним в очереди и потерял бы смысл как капитал.

К этой же логике относится и запрет на зачёт встречных требований. Представьте, что у вас есть кредит в банке и одновременно субординированная облигация того же банка. В обычной ситуации, если банк обанкротится, вы могли бы попытаться зачесть свой долг перед банком против его долга перед вами. Для субординированных облигаций такой зачёт запрещён, потому что он фактически позволил бы обойти очередь. Вы обязаны вернуть свой кредит в полном объёме,

а свои требования по суборду предъявлять в общем порядке в самом конце.

Шестая группа условий касается того, чего в документах субординированной облигации быть не может. В них не должно быть права держателей требовать ускоренного погашения, о чём мы уже говорили. В них не должно быть так называемых ковенантов, то есть обязательств банка поддерживать определённые финансовые показатели под угрозой досрочного погашения. В них не должно быть права держателей продать облигацию банку назад досрочно, которое в обычных облигациях называют офертой или пут-опционом. Кроме того, в них не должно быть условий, которые создают для банка стимул досрочно погасить бумагу.

Последнее ограничение требует пояснения, потому что оно тесно связано с купонами. Если бы банк заранее обещал резко повысить купон через несколько лет, у него появился бы мощный стимул погасить облигацию до этого повышения. Рынок воспринимал бы такую бумагу как пятилетнюю, а не десятилетнюю, и её ценность как капитала была бы иллюзорной. Поэтому стандарты Базеля III и российские правила запрещают такие конструкции. Подробнее о купонах и о том, какие механизмы пересмотра ставки допустимы, мы поговорим в двенадцатой главе.

Почему все эти запреты важны для частного инвестора? Каждый из них лишает вас одного из инструментов защиты, к которым привыкли держатели обычных облигаций. У

вас нет права требовать досрочного возврата, нет ковенантов, нет обеспечения, нет оферты и нет права зачёта. Ваша единственная защита — это финансовая устойчивость самого банка и, в случае банкротства, остатки имущества после всех остальных кредиторов. Повышенный купон компенсирует именно отсутствие всех этих привычных механизмов безопасности.

Теперь поговорим о том, как на практике понять, что перед вами действительно субординированная облигация. Самый надёжный источник — эмиссионные документы, то есть решение о выпуске и проспект ценных бумаг. В них прямо указывается, что облигации являются субординированными, и приводятся все условия, о которых мы говорили. Найти эти документы можно на сайте банка в разделе для инвесторов или на сайтах информационных агентств, которые раскрывают сведения эмитентов. Проспект — объёмный документ, но ключевые условия обычно сосредоточены в нескольких разделах.

Ольга использовала простой приём, который вы тоже можете применить. Она открыла проспект в электронном виде и воспользовалась поиском по нескольким ключевым словам. Первым словом было «субординированн», без окончания, чтобы найти все формы слова. Вторым — «прекращени», чтобы найти условия о списании. Третьим — «Банка России», чтобы найти условия о согласовании досрочного погашения с регулятором.

Помимо проспекта, признаки субординации можно найти в других источниках. Карточка выпуска на сайте Московской биржи и в информационных системах, которыми пользуются брокеры, обычно содержит отметку о том, что облигация является субординированной. Кредитные рейтинговые агентства присваивают таким выпускам отдельные рейтинги, и в пресс-релизах об этих рейтингах прямо указывается субординированный статус. Наконец, отчётность самого банка содержит раздел о субординированных обязательствах с перечнем выпусков. Если хотя бы один из этих источников указывает на субординацию, стоит проверить документы особенно внимательно.

Здесь важно предостеречь от ошибки, которую иногда совершают даже внимательные инвесторы. Название выпуска и его биржевой код далеко не всегда содержат указание на субординированный статус. Две облигации одного банка с похожими названиями могут принципиально различаться по месту в очереди кредиторов. Ориентироваться на внешнее сходство, на срок или на купон недостаточно, нужно смотреть именно в документы. Длинный срок и повышенный купон могут подсказать, что бумага субординированная, но не могут этого доказать.

Обратная ошибка тоже встречается, хотя и реже. Инвестор видит длинную облигацию банка с высоким купоном и решает, что это суборд, хотя на самом деле это обычная старшая облигация. В таком случае он может отказаться от

вполне разумной покупки из-за неверно оценённого риска. Обычные облигации банков тоже бывают длинными, особенно у крупных эмитентов, которые финансируют ипотеку. Проверка документов защищает от обеих ошибок одновременно.

Теперь давайте посмотрим, как субординированный выпуск согласуется с Банком России, ведь от этого зависит, будет ли он учитываться в капитале. Сначала банк регистрирует выпуск облигаций, и для кредитных организаций регистрацию проводит сам Банк России. На этом этапе регулятор проверяет соответствие документов требованиям законодательства о ценных бумагах. Однако регистрация выпуска ещё не означает, что облигации будут засчитываться в капитал. Для этого банк после размещения обращается к регулятору за отдельным согласием на включение привлечённых средств в источники капитала.

На втором этапе Банк России проверяет, соответствует ли выпуск всем требованиям к инструментам капитала. Регулятор смотрит на условия субординации, на срок, на условия списания и на отсутствие запрещённых пунктов. Кроме того, он проверяет, кто и на какие деньги купил облигации, чтобы исключить ситуацию, когда покупка финансировалась самим банком. Только после положительного решения регулятора банк начинает учитывать привлечённые средства в дополнительном капитале. Если регулятор откажет, облигации останутся обычным субординированным долгом, кото-

рый не помогает нормативам, но по-прежнему стоит в конце очереди.

Этот последний сценарий особенно неприятен для инвестора и заслуживает внимания. Держатель облигации, которая не была признана капиталом, принимает на себя риск последнего места в очереди, но банк не получает от этой облигации никакой пользы для нормативов. Такая ситуация встречается редко, потому что банки тщательно готовят документы заранее. Однако в истории были случаи, когда регулятор по результатам проверки исключал из капитала ранее признанные инструменты. Причиной обычно становилось выявление того, что покупатели облигаций были связаны с банком или получили на покупку его же кредиты.

Как выглядят типичные выпуски субординированных облигаций на Московской бирже? Обычно это бумаги с первоначальным сроком около десяти лет и правом банка погасить их досрочно примерно через пять лет после размещения. Купон бывает фиксированным на весь срок или до колл-даты, а бывает плавающим, привязанным к ключевой ставке или к доходности государственных облигаций. Объём выпусков крупных банков исчисляется миллиардами и десятками миллиардов рублей. Номинал одной облигации, как правило, значительно выше привычной тысячи рублей, и о причинах этого мы поговорим в тринадцатой главе.

Кто выпускает такие облигации на российском рынке? Среди эмитентов есть и крупнейшие государственные банки,

и частные универсальные банки, и банки среднего размера. Крупнейшие эмитенты используют субординированные облигации регулярно, как часть планового управления капиталом. Средние банки обращаются к ним реже, обычно в периоды активного роста или после проверок, потребовавших досоздания резервов. Для инвестора сам факт выпуска суборда не является ни хорошим, ни плохим знаком, но причины выпуска стоит понимать.

Различие в причинах выпуска можно проиллюстрировать двумя условными примерами. Первый банк крупный и прибыльный, он быстро растёт в ипотеке и хочет поддержать норматив Н1.0, не размывая долю государства-акционера. Второй банк средний, по итогам проверки регулятор потребовал от него досоздать резервы, и норматив опустился близко к минимуму. Оба банка выпускают субординированные облигации, но для первого это рутинная операция, а для второго — попытка заткнуть дыру. Купон второго банка будет выше, и именно здесь вопрос о доплате звучит особенно остро.

Денис, услышав этот пример, сразу спросил, как отличить один случай от другого. Ответ в том, чтобы смотреть на контекст выпуска: динамику нормативов в предыдущие месяцы, новости о проверках, результаты последнего года и комментарии самого банка. Банк, который выпускает суборд на фоне устойчивой прибыли и стабильного роста, обычно объясняет выпуск планами развития. Банк, который делает это на

фоне ухудшения показателей, чаще говорит общими словами о «поддержании запаса прочности». Анализу банка мы посвятим четырнадцатую и пятнадцатую главы, где научимся читать эти сигналы систематически.

Отдельно стоит сказать о субординированных кредитах, которые банки получают не на рынке, а напрямую от акционеров или других кредиторов. По своей юридической природе они очень близки к субординированным облигациям и подчиняются тем же требованиям для включения в капитал. Разница в том, что кредит нельзя купить на бирже, а условия его выдачи обычно не раскрываются так же подробно, как условия облигаций. Для частного инвестора важно знать, что такие кредиты стоят в той же очереди, что и его облигации. Если банк получил крупный субординированный кредит от владельца, держатели облигаций будут делить с ним хвост очереди.

Теперь зададимся вопросом, почему из двух видов субординированного долга Tier 2 считается более привлекательным для осторожного инвестора. Во-первых, он поглощает убытки на более поздней стадии, когда базовый капитал уже почти исчерпан. Это означает, что для его списания ситуация в банке должна стать по-настоящему критической. Во-вторых, у него есть конкретная дата погашения, а значит, инвестор понимает, когда деньги вернутся в худшем из нормальных сценариев. В-третьих, купоны по нему не могут быть отменены по решению банка, как это возможно у бес-

срочных облигаций.

Эти преимущества делают Tier 2 ближе к обычной облигации, чем к акции, хотя и с важными оговорками. Риск полного списания остаётся реальным, и мы ещё увидим примеры, когда он реализовывался. Однако в спектре инструментов банковского капитала Tier 2 занимает самую консервативную позицию. Для инвестора вроде Ольги, который хочет получить немного больше, чем по старшим облигациям, и готов внимательно выбирать банк, это наиболее логичная точка входа. Бессрочные облигации требуют гораздо большей готовности к риску, о чём мы поговорим в следующей главе.

Чтобы закрепить понимание, давайте сравним два банковских долга одного эмитента через жизненный цикл. Старшая облигация на три года платит купон и гасится по номиналу, а инвестор может требовать досрочного погашения при дефолте по другим долгам банка. Субординированная облигация на десять лет платит более высокий купон, но не даёт права досрочного требования, не имеет защитных пунктов и может быть погашена банком досрочно только с согласия регулятора. При банкротстве старшая облигация получит долю в общей очереди, а субординированная — только то, что останется после всех. При ухудшении капитала субординированная облигация может быть списана, а старшая продолжит обслуживаться.

Ольга решила посчитать, сколько на самом деле стоит эта

разница в деньгах на её горизонте. Предположим, старшая облигация банка приносит 15% годовых, а субординированная — 17%, и Ольга вкладывает в одну из них 500 тысяч рублей. Разница в два процентных пункта даёт ей 10 тысяч рублей дополнительного дохода в год до уплаты налога. За пять лет до вероятной колл-даты это составит 50 тысяч рублей, то есть десятую часть вложенной суммы. Ольга поняла, что именно эти 50 тысяч рублей и есть её плата за последнее место в очереди и за отказ от всех привычных защитных механизмов.

Дальше она задала себе простой вопрос: стоит ли получить 50 тысяч рублей за пять лет, если с небольшой вероятностью можно потерять все 500 тысяч? Если вероятность полной потери за эти пять лет составляет, скажем, полпроцента, ожидаемый убыток равен 2,5 тысячи рублей, и доплата выглядит щедрой. Если вероятность составляет 10%, ожидаемый убыток равен 50 тысячам рублей, и вся доплата съедается риском без остатка. Получается, что одна и та же разница в купонах может быть отличной сделкой у одного банка и плохой у другого. Ольга поняла, что главная работа инвестора — оценить эту вероятность, и решила вернуться к этому вопросу позже.

Разница в купонах между этими двумя бумагами отражает цену всех этих различий. Если банк надёжен и разница составляет полтора-два процентных пункта, многие профессиональные инвесторы считают её разумной. Если разница со-

ставляет пять-шесть пунктов, рынок явно видит в банке серьёзные проблемы. Слишком маленькая разница тоже должна насторожить, потому что означает, что вы почти ничего не получаете за принятый риск. Методы оценки справедливой разницы мы подробно рассмотрим в семнадцатой главе.

Рассмотрим несколько типичных ошибок, которые совершают инвесторы при выборе субординированных облигаций. Первая ошибка — путать срок до колл-даты со сроком до погашения и строить планы исходя из того, что деньги обязательно вернутся через пять лет. Колл — это право банка, а не обязанность, и банк воспользуется им только тогда, когда это будет для него выгодно и одобрено регулятором. Если колл не состоится, инвестор окажется держателем бумаги ещё на пять лет. Об этом риске мы подробно поговорим в одиннадцатой главе.

Вторая ошибка — не учитывать, что облигации Tier 2 разных лет выпуска одного банка могут иметь разные условия. Выпуски, размещённые до 2014 года, могли не содержать условий о списании, хотя к настоящему времени большинство из них уже погашены. Выпуски разных лет могут иметь разные механизмы пересмотра купона, разные колл-даты и разные формулировки триггеров. Покупая бумагу на вторичном рынке, читайте документы именно этого выпуска, а не общее описание программы облигаций банка. Детали решают многое, особенно в плохом сценарии.

Третья ошибка — переоценивать значение крупного раз-

мера выпуска как признака надёжности. Инвестор видит, что выпуск составляет десятки миллиардов рублей, и решает, что раз крупные институциональные инвесторы его купили, значит, бумага безопасна. Однако институциональные инвесторы покупают такие бумаги в составе диверсифицированных портфелей и могут позволить себе отдельные потери. Кроме того, часть покупателей может быть связана с самим банком или с его акционером. Размер выпуска говорит о масштабе банка, но не о качестве риска.

Четвёртая ошибка особенно характерна для людей с опытом вкладчика. Они воспринимают субординированную облигацию как длинный вклад с повышенной ставкой и не учитывают, что её цена на рынке может меняться. Если процентные ставки в экономике вырастут, цена длинной облигации с фиксированным купоном упадёт, и продать её досрочно без убытка будет нельзя. Вклад можно закрыть, потеряв проценты, но не тело, а облигацию можно продать только по рыночной цене. Это различие кажется очевидным, но на практике оно удивляет многих бывших вкладчиков.

Пятая ошибка состоит в том, чтобы переносить впечатления от субордов крупнейших банков на бумаги небольших эмитентов. Формально документы у них могут быть почти одинаковыми, с теми же условиями субординации, тем же сроком и теми же пунктами о списании. Однако у крупного банка между текущим капиталом и точкой списания обычно лежит широкий запас, а у небольшого банка этот запас

может исчезнуть после одного неудачного года или одной проверки. Кроме того, у небольшого банка меньше шансов на поддержку собственника и меньше возможностей быстро привлечь новый капитал. Одинаковая юридическая форма скрывает очень разный уровень риска, и купон небольшого банка должен компенсировать эту разницу.

Ольга закончила изучение документов своей облигации и составила для себя короткую сводку на одной странице. Она записала срок до погашения и до первой колл-даты, тип купона, наличие условия о списании, отсутствие права досрочного требования и год выпуска. Она отметила, что облигация уже прошла половину срока и скоро начнёт терять ценность для капитала банка. Из этого Ольга сделала вывод, что банк, скорее всего, постарается погасить её в ближайшую колл-дату, если ничего не помешает. Такая сводка стала для неё шаблоном, который она собиралась применять ко всем бумагам, которые будет рассматривать.

Денис тоже заглянул в документы, но его интересовал скорее сравнительный вопрос. Он хотел понять, чем бумаги, которые он видел в каналах, отличаются от той облигации, которую изучала Ольга. Оказалось, что бумаги, привлёкшие Дениса, вообще не имеют срока погашения и устроены ещё жёстче. Этот факт его не остановил, но заставил признать, что он рассматривает совсем другой класс риска. Он решил подробно изучить бессрочные облигации, прежде чем принимать какое-либо решение.

Отдельного внимания заслуживает валюта субординированного долга. Если банк выпустил облигацию второго уровня в иностранной валюте, её рублёвая стоимость в капитале меняется вместе с курсом. При ослаблении рубля такой долг в рублёвом выражении растёт и формально увеличивает капитал, но одновременно растут и валютные активы, взвешенные по риску. При укреплении рубля происходит обратное. Поэтому банки с крупным валютным субординированным долгом видят колебания нормативов, никак не связанные с качеством их работы, и держателю такого долга полезно это учитывать.

Подведём итог третьей главы, собрав главное. Субординированная облигация второго уровня — это долгосрочный долг банка со сроком не менее пяти лет, по которому держатель не может потребовать досрочного погашения и не имеет ни обеспечения, ни защитных условий. В последние пять лет до погашения такая облигация теряет по 20 процентных пунктов своей ценности для капитала ежегодно, что делает досрочное погашение банком в колл-дату весьма вероятным. Обязательными элементами её документов являются условие субординации, условие о списании или конвертации и требование согласия регулятора на досрочное погашение. Из всех инструментов банковского капитала Tier 2 наиболее близок к обычной облигации и наиболее подходит осторожному инвестору.

Теперь пора перейти к инструменту, который заинтере-

совал Дениса и который устроен гораздо смелее. Бессрочная облигация не имеет даты погашения вообще, её купоны могут не выплачиваться, а списание наступает на более ранней стадии проблем банка. Регулятор относится к ней почти как к акции, хотя юридически это по-прежнему облигация. В следующей главе мы разберём, как устроены такие бумаги, кто их выпускает в России и как с ними жить инвестору, привыкшему к датам погашения. Это будет разговор о самой рискованной части долговой лестницы банка.

Глава 4. Облигация без даты возврата: бессрочные бумаги добавочного капитала (AT1)

Денис отложил покупку бессрочных облигаций не потому, что передумал, а потому, что впервые в жизни прочитал документы выпуска до конца. Он открыл проспект бумаги, которую хвалили в канале в Max, и долго искал дату погашения, пока не понял, что её там нет и быть не может. Вместо даты в документах стояли формулировки о том, что облигации являются бессрочными, а банк вправе погасить их по своему решению, но не обязан этого делать никогда. Дальше шли абзацы о праве банка не платить купон, об условиях прекращения обязательств и о согласии регулятора. Денис признался себе, что купил бы эту бумагу, даже не заглянув в эти абзацы.

Эта глава посвящена именно таким бумагам, которые в профессиональной среде называют инструментами добавочного капитала, или AT1. В России их чаще всего называют просто бессрочными облигациями, а в международной практике ещё и вечными, от английского слова perpetual. Если субординированная облигация второго уровня, которую мы разобрали в предыдущей главе, стоит одной ногой в мире обычного долга, то бессрочная облигация стоит обеими но-

гами в мире капитала. Её форма облигационная, а содержание во многом акционерное. Чтобы понять, что именно вы покупаете, нужно разобраться в этой двойственности.

Начнём с самого слова «бессрочная», которое многие понимают неправильно. Бессрочность означает, что у облигации нет даты, когда банк обязан вернуть инвестору номинал. Пока банк существует и не ликвидирован, у держателя нет права требовать возврата вложенных денег ни через десять лет, ни через пятьдесят. Банк может вернуть деньги, если сам этого захочет и если регулятор даст согласие, но такого обязательства у него нет. Для держателя это означает, что единственный гарантированный способ получить деньги назад — продать облигацию другому инвестору.

Денис поначалу воспринял бессрочность как преимущество, рассуждая о вечном потоке купонов. Логика выглядела соблазнительно: если банк никогда не погасит облигацию, он будет платить купоны всегда, и вложение превратится в своеобразную ренту. Такое рассуждение было бы верным, если бы купоны были обязательными, а сама облигация не могла быть списана. Однако обе эти предпосылки для бессрочных облигаций неверны. Вечность, на которую рассчитывал Денис, оказалась вечностью без гарантий.

Почему регулятор считает бессрочную облигацию почти акцией? Чтобы ответить на этот вопрос, сравним свойства обычной акции и бессрочной облигации по трём признакам, которые важны для капитала. Первый признак — постоян-

ство: акционер не может потребовать у банка вернуть деньги, вложенные в акции, и держатель бессрочной облигации тоже не может. Второй признак — гибкость выплат: банк не обязан платить дивиденды, и по бессрочной облигации он тоже вправе не платить купон. Третий признак — поглощение убытков: акции обесцениваются вместе с капиталом, а бессрочная облигация списывается или превращается в акции, когда капитал падает.

По всем трём признакам бессрочная облигация ведёт себя как акция, и именно поэтому регулятор разрешает включать её в основной капитал. Отличие от акции состоит в том, что у держателя нет права голоса и нет права на долю в растущей прибыли. Держатель получает фиксированный или привязанный к ставке купон, сколько бы ни зарабатывал банк. Получается своеобразный гибрид, в котором инвестор принимает почти все риски акционера, но получает доход кредитора. В этом гибриде и кроется главная причина высокой доходности таких бумаг.

Полезно представить себе спектр инструментов, расположенных от самого надёжного к самому рискованному. На одном его конце находится застрахованный вклад, затем идут незастрахованные вклады и старшие облигации, затем субординированные облигации второго уровня. Ещё дальше располагаются бессрочные облигации, а на самом конце — обыкновенные акции. Бессрочная облигация находится в самом соседстве с акциями, отделённая от них лишь тонкой

перегородкой. Если вы мысленно помещаете её рядом со вкладом, вы совершаете серьёзную ошибку восприятия.

Теперь сравним бессрочную облигацию с субординированной облигацией второго уровня более подробно. Первое различие касается места в капитале: бессрочная облигация входит в добавочный капитал и поддерживает норматив Н1.2, тогда как Tier 2 входит в дополнительный капитал и поддерживает только Н1.0. Второе различие касается срока: у Tier 2 есть дата погашения, а у бессрочной облигации её нет. Третье различие касается купона: по Tier 2 купон обязателен, а по бессрочной облигации банк вправе его не платить. Четвёртое различие касается момента поглощения убытков, о котором стоит сказать отдельно.

Субординированная облигация второго уровня поглощает убытки на последней стадии, когда банк уже практически нежизнеспособен. Бессрочная облигация поглощает убытки гораздо раньше, когда банк ещё работает, но его базовый капитал заметно сократился. Профессионалы описывают это различие английскими выражениями, которые стоит знать. Tier 2 поглощает убытки в точке нежизнеспособности, а AT1 — на стадии продолжающейся деятельности, когда банк ещё жив. Конкретные пороги, при которых срабатывают эти механизмы, мы разберём в шестой главе.

Пятое различие касается места в очереди кредиторов при ликвидации банка. Международные стандарты Базеля III требуют, чтобы инструменты добавочного капитала были

субординированы не только по отношению к вкладчикам и обычным кредиторам, но и по отношению к субординированному долгу банка. Иначе говоря, держатель бессрочной облигации стоит в очереди ещё дальше, чем держатель Tier 2. За ним остаются только акционеры. Как устроена очередь при банкротстве российского банка в целом, мы подробно разберём в пятой главе.

Если собрать все эти различия вместе, становится понятно, почему бессрочные облигации приносят больше, чем субординированные облигации второго уровня того же банка. Держатель AT1 соглашается на более раннее списание, на возможную отмену купонов, на отсутствие даты возврата и на ещё более дальнее место в очереди. За каждую из этих уступок рынок требует отдельную доплату. В спокойные времена разница между доходностями Tier 2 и AT1 одного банка может составлять один-два процентных пункта. В тревожные времена она может вырасти многократно.

Почему банк выбирает именно бессрочную облигацию, если она обходится ему дороже, чем Tier 2? Ответ кроется в том, какой норматив банку нужно поддержать. Предположим, что рисковые активы банка составляют 1 триллион рублей, а основной капитал — 68 миллиардов рублей, так что норматив Н1.2 равен 6,8%. Если банку с учётом надбавок нужно держать этот норматив заметно выше, выпуск Tier 2 ему никак не поможет, ведь такой долг попадает только в дополнительный капитал. Выпуск бессрочных облигаций на 15

миллиардов рублей поднимет основной капитал до 83 миллиардов, а норматив Н1.2 — до 8,3%.

Получается, что у банка, которому не хватает именно основного капитала, есть лишь два пути: акции и бессрочные облигации. Акции размывают долю владельца и требуют ещё более высокой доходности, поэтому бессрочные облигации часто оказываются самым удобным вариантом. Для государственных банков это особенно важно, потому что дополнительная эмиссия акций требует решения государства и бюджетных денег. Для инвестора полезно понимать, что за выпуском бессрочной облигации часто стоит конкретная нехватка основного капитала. Если банк размещает бессрочные бумаги одну за другой, стоит задуматься, почему ему постоянно не хватает этого капитала.

Сама идея бессрочного долга вовсе не является изобретением современных банкиров. Ещё в XVIII веке британское правительство выпускало бессрочные облигации, которые получили название консолей, потому что объединяли несколько прежних займов в один. Держатели консолей получали проценты на протяжении многих поколений, а сами бумаги передавались по наследству как надёжный источник дохода. Последние британские бессрочные государственные облигации были погашены лишь в 2015 году, когда правительство решило, что выгоднее рефинансировать их под более низкую ставку. Эта история показывает, что бессрочный долг может жить очень долго, и решение о его погашении

всегда принимает заёмщик.

Между консолями и современными бессрочными облигациями банков есть принципиальная разница, которую важно не упустить. Британское правительство не имело права отменять проценты по консолям и не могло списать их долг по условиям выпуска. Банковская бессрочная облигация, напротив, специально сконструирована так, чтобы купоны можно было отменить, а сам долг — списать. Сходство названия и формы не должно вводить в заблуждение. Исторический пример хорошо иллюстрирует бессрочность, но совсем не иллюстрирует надёжность банковских бессрочных бумаг.

Теперь поговорим о периоде, раньше которого бессрочную облигацию нельзя погасить даже по желанию банка. Российские правила, как и стандарты Базеля III, требуют, чтобы банк не мог выкупить или погасить такой инструмент ранее чем через пять лет после размещения. Даже после этого срока погашение возможно только с согласия Банка России. Этот минимальный период нужен для того, чтобы бессрочный инструмент действительно служил стабильным капиталом, а не краткосрочным займом под видом капитала. На практике первая дата, когда банк может погасить бессрочную облигацию, обычно наступает через пять с половиной лет или позже после размещения.

Отсюда вытекает важное практическое следствие для инвестора. Покупая бессрочную облигацию в момент размеще-

ния, вы как минимум пять лет не можете рассчитывать на её погашение банком. Если банк не воспользуется правом погашения в первую возможную дату, следующая возможность может представиться лишь через несколько лет или даже через один купонный период, в зависимости от условий выпуска. Многие инвесторы молча предполагают, что банк погасит бумагу в первую же дату, и строят расчёты исходя из этого. Насколько оправдано такое предположение и что происходит, если оно не сбывается, мы подробно обсудим в десятой и одиннадцатой главах.

Какие условия должны содержать документы бессрочной облигации, чтобы регулятор признал её добавочным капиталом? Прежде всего, у облигации не должно быть срока погашения, а в документах не должно быть ничего, что подталкивало бы банк к досрочному погашению. Банк должен обладать полным правом отменять выплату купонов, причём отменённый купон не должен накапливаться и выплачиваться позже. Кроме того, документы должны содержать условие о списании или конвертации в акции при снижении базового капитала до установленного уровня. Наконец, облигация не может иметь обеспечения, а её покупка не может финансироваться за счёт самого банка.

Подробно о том, как работает право банка не платить купоны, мы поговорим в двенадцатой главе, где разберём все особенности купонной механики. Здесь же важно понять, что это право не является редкой экзотикой или юридиче-

ской перестраховкой. Оно составляет одно из ключевых требований к бессрочным облигациям, без которого они не могли бы считаться капиталом. Каждый держатель бессрочной облигации должен исходить из того, что купон может не прийти. Денис, прочитав этот раздел документов, впервые засомневался в своих расчётах будущего дохода.

Кто выпускает бессрочные облигации в России? На рынке рублёвых бессрочных облигаций главную роль играют крупнейшие банки, и прежде всего государственные. Среди заметных эмитентов в разные годы были ВТБ, Газпромбанк, Россельхозбанк, а также крупные частные банки, например Альфа-Банк, Совкомбанк и Московский кредитный банк. Состав эмитентов меняется, поскольку банки погашают старые выпуски и размещают новые. Кроме того, до 2022 года многие российские банки выпускали бессрочные еврооблигации в долларах, и судьба этих бумаг сложилась по-разному.

Почему бессрочные облигации выпускают в основном крупные банки, а не средние и небольшие? Во-первых, для размещения такого сложного инструмента нужен устойчивый спрос со стороны профессиональных инвесторов, а он есть преимущественно у известных эмитентов. Во-вторых, средним банкам такие бумаги обходятся очень дорого, потому что рынок требует огромной премии за сочетание бессрочности и раннего списания. В-третьих, у крупных банков чаще есть потребность именно в основном капитале, поскольку они должны соблюдать надбавки за системную зна-

чимость. Наконец, у государственных банков бессрочные облигации нередко размещаются среди дружественных или государственных структур, что облегчает процесс.

Последнее обстоятельство заслуживает отдельного внимания. Значительная часть бессрочных облигаций государственных банков исторически размещалась не среди широкого круга частных инвесторов, а среди крупных институциональных покупателей. Иногда это были государственные фонды и компании, иногда пенсионные фонды и страховщики, иногда сам акционер банка через разные структуры. Такое размещение помогало банку получить капитал без обращения к широкому рынку. Для частного инвестора это означает, что рыночные цены на такие бумаги могут формироваться в условиях небольшого числа сделок и не всегда отражать реальный риск.

Здесь стоит упомянуть, что бессрочные облигации российских банков уже проходили через жёсткие испытания. Часть выпусков, размещённых банками, которые позднее были санированы, была полностью списана. Держатели этих бумаг потеряли вложения, хотя сами банки продолжили работу под новым управлением. Подробно эти истории мы разберём в седьмой главе, посвящённой большим санациям 2017 года. Пока достаточно знать, что риск списания бессрочных облигаций в России реализовывался не теоретически, а на практике.

Теперь поговорим о том, как выглядят выпуски бессроч-

ных облигаций по параметрам. Рублёвые бессрочные облигации крупнейших банков обычно размещаются большими объёмами, которые исчисляются десятками миллиардов рублей. Номинал одной облигации нередко очень высок, что сразу отсекает небольших покупателей, о причинах этого мы поговорим в тринадцатой главе. Купон может быть фиксированным до первой даты возможного погашения или плавающим, привязанным к ключевой ставке Банка России или к доходности государственных облигаций. После первой даты возможного погашения купон обычно пересматривается по заранее оговорённой формуле.

Валюта бессрочных облигаций российских банков менялась вместе с рынком. До 2022 года заметная часть таких бумаг была номинирована в долларах и размещалась на международном рынке в форме еврооблигаций. После 2022 года рынок валютных выпусков сжался, и основная активность сосредоточилась в рублях. Некоторые банки размещали бумаги и в других валютах, следуя за изменением структуры внешней торговли. Валютные особенности таких выпусков и связанные с ними риски мы разберём в тринадцатой и восемнадцатой главах.

Как бессрочная облигация отражается в отчётности банка? Здесь вас ждёт любопытное открытие, которое хорошо иллюстрирует её двойственную природу. По международным стандартам финансовой отчётности бессрочная облигация с правом банка не платить купон нередко классифици-

руется не как обязательство, а как часть собственного капитала. Логика стандарта проста: если у банка нет безусловной обязанности ни возвращать деньги, ни платить купон, то это не долг в бухгалтерском смысле. В такой отчётности купоны по бессрочным облигациям отражаются не как процентные расходы, а как распределение капитала, похожее на дивиденды.

По российским стандартам бухгалтерского учёта те же самые бумаги отражаются как субординированные обязательства банка. Получается, что одна и та же бумага в одной отчётности выглядит как долг, а в другой — как капитал. Для аналитика это создаёт определённые сложности, потому что показатели долговой нагрузки и прибыльности будут различаться в зависимости от стандарта. Например, процентные расходы банка по МСФО могут выглядеть ниже, потому что купоны по бессрочным облигациям в них не попадают. Ольга, которая привыкла к российскому учёту, долго не могла понять, куда исчезли бессрочные облигации из списка обязательств банка в отчёте по МСФО.

Этот бухгалтерский нюанс имеет практическое значение для инвестора. Когда вы смотрите на прибыль банка по МСФО, помните, что из неё ещё предстоит заплатить купоны держателям бессрочных облигаций. Прибыль, которая достаётся акционерам, будет меньше на сумму этих купонов. Кроме того, когда банк объявляет о росте собственного капитала, проверьте, не связан ли этот рост с размещением бес-

срочных облигаций. Рост за счёт заработанной прибыли и рост за счёт нового выпуска бессрочных бумаг — это очень разные истории.

Теперь поговорим о психологии бессрочности, которая для многих инвесторов оказывается самым трудным моментом. Человеку сложно спокойно владеть бумагой, у которой нет конечной точки. Мы привыкли к тому, что любое вложение имеет горизонт: вклад закрывается через год, облигация гасится через три года, ипотека выплачивается через двадцать лет. Бессрочная облигация лишает нас этого привычного ориентира. Многие инвесторы признаются, что именно отсутствие даты возврата вызывает у них тревогу сильнее, чем риск списания.

Как жить с этой тревогой и нужно ли с ней жить вообще? Первое, что стоит понять, — горизонт владения бессрочной облигацией определяете вы, а не банк. Вы можете купить её на три года и затем продать на рынке, если рынок будет работать и цена вас устроит. Проблема в том, что рыночная цена бессрочной облигации может очень сильно отличаться от номинала, особенно если процентные ставки выросли или положение банка ухудшилось. Владение бессрочной облигацией — это постоянное согласие на то, что ваш выход будет зависеть от рыночных условий в момент продажи.

Второе, что стоит понять, — бессрочная облигация больше похожа на акцию с фиксированным дивидендом, чем на облигацию с датой погашения. Если вы привыкли владеть

акциями и не беспокоитесь о том, что у них нет даты погашения, то и бессрочную облигацию можно воспринимать похожим образом. Разница в том, что акция может вырасти в цене вместе с прибылью компании, а бессрочная облигация в лучшем случае вернётся к номиналу. Это ограничение роста при сохранении риска потерь стоит держать в голове. Именно оно объясняет, почему бессрочные облигации подходят далеко не каждому.

Третье, что стоит понять, — эмоциональный комфорт имеет экономическую ценность. Если владение бумагой без даты погашения будет заставлять вас ежедневно проверять котировки и нервничать при каждой новости о банке, такая бумага вам не подходит, какой бы ни была её доходность. Инвестиции должны служить вашим целям, а не превращаться в источник постоянного беспокойства. Многие опытные инвесторы сознательно ограничивают себя срочными инструментами именно по этой причине. Это вполне разумный выбор, который ничуть не хуже выбора тех, кто готов к бессрочности.

Денис задумался над этим вопросом всерьёз, потому что раньше никогда не оценивал свою реакцию на просадки. Он вспомнил, как полтора года назад продал акции на минимуме после резкого падения, а через несколько месяцев они восстановились. Тогда он списал это на неудачу, но теперь понял, что дело было в его реакции на неопределённость. Если бессрочная облигация упадёт в цене на четверть, смо-

жет ли он спокойно держать её дальше? Честный ответ на этот вопрос оказался для Дениса важнее любых расчётов доходности.

Теперь перейдём к практическому вопросу: как по названию и карточке выпуска понять, что перед вами бессрочная облигация? Первый признак — отсутствие даты погашения в карточке бумаги на бирже или в приложении брокера. В зависимости от системы на месте даты погашения может стоять прочерк, пустое поле или условная очень далёкая дата, которую используют для технических расчётов. Если вы видите облигацию банка без даты погашения или с датой через много десятилетий, это почти наверняка бессрочная бумага. Однако окончательный вывод нужно делать только по документам выпуска.

Второй признак — наличие в карточке выпуска даты ближайшей возможной оферты или погашения по решению эмитента, при отсутствии обычной даты погашения. Брокерские приложения часто рассчитывают доходность бессрочных облигаций именно к этой дате, и инвестор видит привлекательную цифру, не понимая, что она основана на предположении. Если доходность рассчитана к дате, которая является правом банка, а не его обязанностью, к этой цифре нужно относиться с большой осторожностью. Подробно о двух способах расчёта доходности бессрочных бумаг мы поговорим в одиннадцатой главе. Пока важно научиться видеть, к какой дате приложение считает доходность.

Третий признак — слова в наименовании выпуска или в его описании. Некоторые банки прямо включают в название слово «бессрочные» или его сокращение, однако единого правила здесь нет. В описании выпуска на сайте биржи и в информационных системах обычно указывается, что облигации являются бессрочными и субординированными. Кредитные рейтинговые агентства в пресс-релизах о рейтингах выпусков также прямо указывают на этот статус. Проверка двух-трёх источников позволяет избежать путаницы.

Четвёртый признак — высокий номинал и ограниченный круг покупателей. Как мы уже говорили, бессрочные облигации часто имеют очень высокий номинал и доступны только квалифицированным инвесторам. Если в приложении брокера вы видите отметку о том, что бумага доступна только квалифицированным инвесторам, это дополнительный сигнал к тому, чтобы внимательно изучить её документы. Сам по себе этот признак не доказывает бессрочности, поскольку ограничения действуют и для других сложных инструментов. Однако в сочетании с отсутствием даты погашения он почти не оставляет сомнений.

Здесь стоит разобрать несколько типичных ошибок, которые совершают инвесторы при знакомстве с бессрочными облигациями. Первая ошибка — считать доходность к ближайшей дате возможного погашения гарантированной. Инвестор видит, что облигация до этой даты принесёт, скажем, 18% годовых, и сравнивает эту цифру с доходностью обыч-

ных облигаций. Такое сравнение некорректно, потому что обычная облигация обязана быть погашена в срок, а бессрочная — нет. Сравнивать нужно сопоставимые величины, о чём мы поговорим позже.

Вторая ошибка — считать, что государственный банк никогда не допустит списания своих бессрочных облигаций. Государство действительно поддерживает свои банки, но эта поддержка обычно направлена на сохранение банка как работающей организации. Держатели бессрочных облигаций в случае серьёзных проблем рискуют оказаться среди тех, кто первым понесёт потери, вне зависимости от того, кому принадлежит банк. Правила списания одинаково действуют для государственных и частных банков. Разница лишь в том, насколько вероятно, что ситуация вообще дойдёт до точки срабатывания.

Третья ошибка — воспринимать высокий купон бессрочной облигации как отражение щедрости банка или выгодного момента покупки. Высокий купон отражает совокупность рисков, которые мы перечислили: бессрочность, право отмены купонов, раннее списание и дальнее место в очереди. Если купон бессрочной облигации кажется вам слишком привлекательным по сравнению с другими бумагами того же банка, это не удача, а сигнал о том, что рынок оценивает эти риски серьёзно. Задайте себе вопрос о доплате, который мы сформулировали в первой главе. Ответ на него у бессрочных облигаций всегда звучит весомее, чем у других банковских

бумаг.

Четвёртая ошибка — вкладывать в бессрочные облигации деньги, которые могут понадобиться в определённый срок. Если вы копите на образование ребёнка через пять лет или на покупку автомобиля через три года, бессрочная облигация не может быть надёжным инструментом для этой цели. Даже если банк будет в полном порядке, вы не знаете, по какой цене сможете продать бумагу в нужный момент. Бессрочные облигации подходят только для той части сбережений, которую вы готовы держать неопределённо долго и не зависеть от момента продажи. Это правило звучит просто, но нарушается очень часто.

Пятая ошибка — путать бессрочные облигации банков с бессрочными облигациями других компаний. На рынке встречаются бессрочные облигации нефинансовых компаний, и их условия могут существенно отличаться от условий банковских бумаг. У них может не быть условия о списании, связанного с нормативами капитала, а право отмены купонов может быть ограничено. Банковская бессрочная облигация несёт специфические риски, связанные с регулированием банковского капитала. Сравнивать эти инструменты напрямую нельзя, хотя внешне они могут выглядеть похоже.

Давайте рассмотрим условный пример, который помогает почувствовать разницу между Tier 2 и AT1 одного банка. Предположим, что банк имеет оба вида бумаг, и в течение года его базовый капитал из-за кризиса снижается шаг за ша-

гом. Сначала банк реагирует ограничением дивидендов, затем решает не выплачивать очередной купон по бессрочным облигациям, чтобы сохранить капитал. Держатели Tier 2 при этом продолжают получать свои купоны, поскольку для них отмена не предусмотрена. Если ситуация продолжит ухудшаться, первыми под списание попадут именно бессрочные облигации, а Tier 2 — только на самой последней стадии.

Этот пример показывает, что держатель бессрочной облигации чувствует проблемы банка гораздо раньше и острее. Он первым теряет доход, первым видит падение цены и первым рискует потерять вложения. Держатель Tier 2 того же банка в этой ситуации может отделаться снижением рыночной цены, не потеряв ни купонов, ни основной суммы. Разница в купонах между этими бумагами в спокойные времена может показаться небольшой. В плохом сценарии разница в результатах оказывается огромной.

Шестая ошибка касается доли бессрочных облигаций в капитале конкретного банка. Инвестор смотрит только на свою бумагу и не интересуется тем, сколько всего бессрочного долга выпустил банк. Между тем, если бессрочные облигации составляют заметную часть основного капитала, а базовый капитал при этом невелик, банк оказывается очень чувствительным к убыткам. В таком банке расстояние между спокойной жизнью и точкой списания может оказаться совсем небольшим. Отношение бессрочного долга к базовому капиталу — простая цифра, которую стоит знать о каждом

эмитенте.

Посчитаем на условном примере, чтобы эта цифра обрела смысл. Пусть у первого банка базовый капитал составляет 100 миллиардов рублей, а бессрочных облигаций выпущено на 10 миллиардов, то есть на каждый рубль бессрочного долга приходится десять рублей базового капитала. У второго банка базовый капитал равен 30 миллиардам, а бессрочных облигаций выпущено на 15 миллиардов, то есть соотношение составляет всего два к одному. При прочих равных первому банку придётся пережить гораздо более тяжёлые убытки, прежде чем держатели его бессрочных бумаг окажутся под угрозой. Второй банк гораздо сильнее опирается на бессрочный долг, и его держатели стоят ближе к краю.

Ольга, познакомившись с бессрочными облигациями, сделала для себя однозначный вывод. Для её характера и её целей такие бумаги слишком близки к акциям, а она пока не готова инвестировать в акции даже очень крупных банков. Она решила, что если и будет рассматривать банковский субординированный долг, то только в форме Tier 2 и только от самых устойчивых эмитентов. Это решение не означало, что бессрочные облигации плохи, а лишь то, что они не соответствуют её профилю риска. Умение сказать «это не для меня» — одно из самых ценных качеств инвестора.

Денис пришёл к более сложному выводу, потому что его профиль риска действительно допускал вложения, похожие на акции. Он понял, что бессрочная облигация может занять

место в его портфеле, но только в качестве замены части акций, а не части облигаций. Такой взгляд принципиально изменил его расчёты, потому что сравнивать доходность бессрочной облигации нужно было не с обычными облигациями, а с дивидендной доходностью акций того же банка. Денис отметил себе, что вернётся к этому сравнению, когда изучит методы расчёта премии за риск. До тех пор его покупка была отложена.

Подведём итог четвёртой главы и соберём её главные мысли. Бессрочная облигация — это инструмент добавочного капитала банка, у которого нет даты погашения, купоны которого банк вправе не платить, а сам инструмент списывается или конвертируется в акции на ранней стадии проблем банка. Банк не может погасить её раньше чем через пять лет после размещения и только с согласия Банка России. По месту в очереди держатель бессрочной облигации стоит позади держателей Tier 2, а впереди только акционеров. В отчётности по международным стандартам такие бумаги нередко учитываются как капитал, а не как долг, что лишний раз подчёркивает их почти акционерную природу.

Мы разобрали, как устроены оба вида субординированного долга, и не раз упоминали, что их держатели стоят в конце очереди кредиторов. Пришло время подробно посмотреть на саму эту очередь и понять, что происходит, когда банк всё-таки становится банкротом. В следующей главе мы разберём, кто и в каком порядке получает деньги из имущества

разорившегося банка. Вы узнаете, где в этой очереди стоят вкладчики, государство и обычные облигационеры. Самое важное — вы поймёте, почему до держателей субординированных бумаг деньги при банкротстве почти никогда не доходят.

Глава 5. Очередь к кассе разорившегося банка: что получит держатель суборда при банкротстве

У Ольги есть пожилой родственник, который в своё время держал деньги в небольшом региональном банке и однажды утром узнал из новостей, что у банка отозвали лицензию. Его вклад был застрахован, и через несколько недель он получил деньги в другом банке, который назначило Агентство по страхованию вкладов. Однако часть суммы превышала страховой лимит, и за ней пришлось идти в долгую очередь кредиторов. Ольга помнит, как родственник годами получал письма о ходе конкурсного производства и как в итоге ему вернули лишь небольшую долю. Теперь, разбираясь в субординированных облигациях, она решила понять, где в той самой очереди оказался бы держатель суборда.

Эта глава посвящена тому, что происходит с деньгами кредиторов, когда банк окончательно перестаёт существовать. Мы разберём, как формируется имущество для расчётов с кредиторами, кто им распоряжается и в каком порядке распределяет. Вы увидите, где в этой очереди стоят вкладчики, государство, обычные облигационеры и держатели суб-

ординированных бумаг. Самое главное — вы поймёте, почему на последние места очереди деньги почти никогда не доходят. После этой главы фраза о последнем месте в очереди перестанет быть абстракцией.

Начнём с того, как банк вообще оказывается в процедуре банкротства. Обычно всё начинается с решения Банка России об отзыве лицензии на осуществление банковских операций. Причиной может стать снижение капитала ниже допустимого уровня, неспособность исполнять требования кредиторов, недостоверная отчётность или серьёзные нарушения законодательства. После отзыва лицензии в банк назначается временная администрация, которая берёт управление на себя и оценивает его реальное положение. Затем регулятор обращается в арбитражный суд, и суд признаёт банк банкротом или назначает его принудительную ликвидацию.

Временная администрация обычно работает несколько недель и за это время успевает сделать главное: обследовать реальное состояние активов. Её сотрудники проверяют, существуют ли заёмщики, которым банк выдал кредиты, способны ли они платить, есть ли залоги и чего стоят ценные бумаги на балансе. Именно в этот период вскрывается разница между тем, что банк показывал в отчётности, и тем, что есть на самом деле. По итогам обследования временная администрация составляет заключение, которое ложится в основу дальнейших решений. Для кредиторов это первый момент, когда становится понятно, насколько глубока проблема.

От результатов обследования зависит, по какому пути пойдёт дальнейшая процедура. Если выясняется, что стоимости имущества банка не хватает для расчётов со всеми кредиторами, суд признаёт банк банкротом. Если же имущества достаточно, чтобы рассчитаться со всеми, регулятор просит суд о принудительной ликвидации банка без процедуры банкротства. Второй путь встречается гораздо реже, обычно когда лицензию отзывают не из-за дыры в капитале, а из-за грубых нарушений законодательства. Для держателя субординированной облигации разница между этими путями принципиальна, и мы вернёмся к ней чуть позже.

С момента признания банка банкротом начинается конкурсное производство, то есть процедура, в ходе которой имущество банка продаётся, а вырученные деньги распределяются между кредиторами. Для банков, которые привлекали вклады граждан, функции конкурсного управляющего по закону выполняет Агентство по страхованию вкладов. Это государственная корпорация, которая одновременно страхует вклады и занимается ликвидацией обанкротившихся банков. Такое совмещение ролей объясняется тем, что агентство, выплатив страховку вкладчикам, само становится одним из крупнейших кредиторов банка. Ему выгодно максимально эффективно продать имущество, чтобы вернуть как можно больше средств.

Всё имущество банка, которое может быть продано для расчётов с кредиторами, называется конкурсной массой. В

неё входят кредиты, которые банк выдал и которые ещё можно взыскать, ценные бумаги на балансе, недвижимость, деньги на счетах в других банках и в Банке России, а также права требования к третьим лицам. Сюда же попадают суммы, которые удаётся вернуть по оспоренным сделкам, если до краха банк выводил имущество. Кроме того, в конкурсную массу могут поступать средства, взысканные с бывших владельцев и руководителей, если суд привлёк их к ответственности. Формирование этой массы часто растягивается на годы.

Прежде чем говорить об очереди, важно понять, что из конкурсной массы в первую очередь оплачиваются так называемые текущие расходы. Это расходы на само конкурсное производство: содержание имущества, оплата работы специалистов, судебные расходы, расходы на продажу активов. Эти траты не являются требованиями кредиторов, они возникают уже в ходе процедуры и оплачиваются вне очереди. Чем дольше и сложнее идёт ликвидация, тем больше денег уходит на такие расходы. Для кредиторов из хвоста очереди это ещё один фактор, уменьшающий шансы на возврат.

Теперь перейдём к самой очереди. Порядок удовлетворения требований кредиторов банка установлен специальной статьёй закона о несостоятельности, посвящённой именно кредитным организациям. Закон делит кредиторов на три основные очереди и устанавливает, что каждая следующая очередь получает деньги только после полного удовлетворения предыдущей. Внутри одной очереди деньги распределя-

ются пропорционально размеру требований. Если денег не хватает на всю очередь, каждый её участник получает одинаковую долю от своего требования.

Пропорциональность внутри очереди легко понять на простом примере. Представьте, что в третьей очереди стоят три кредитора с требованиями на 100, 200 и 700 миллионов рублей, а на эту очередь осталось 100 миллионов. Общая сумма требований составляет 1 миллиард рублей, и денег хватает на 10% от неё. Каждый кредитор получит десятую часть своего требования: первый — 10 миллионов, второй — 20 миллионов, третий — 70 миллионов. Никто из них не получит преимущество за то, что пришёл раньше или громче требовал.

В первую очередь удовлетворяются требования граждан по вкладам и счетам, а также некоторые другие требования, которые закон считает социально значимыми, например возмещение вреда жизни и здоровью. С недавних пор в число защищённых кредиторов первой очереди попали и представители малого бизнеса, чьи вклады тоже застрахованы. Здесь же стоят требования Агентства по страхованию вкладов, которое заняло место вкладчиков после выплаты им страхового возмещения. Именно в первой очереди оказался тот самый родственник Ольги со своей суммой сверх страхового лимита. Закон защищает граждан-вкладчиков сильнее всех остальных кредиторов, и это сознательный выбор общества.

Механизм замещения вкладчиков агентством заслужива-

ет отдельного объяснения, потому что он объясняет, почему в первой очереди оказывается государственная корпорация. Когда агентство выплачивает вкладчику страховое возмещение, к нему переходит право требования вкладчика к банку на эту сумму. Если вкладчик имел вклад на 2 миллиона рублей и получил 1,4 миллиона страхового возмещения, то в первой очереди будут стоять два требования. Агентство будет требовать 1,4 миллиона, а сам вкладчик — оставшиеся 600 тысяч рублей. Оба этих требования удовлетворяются пропорционально, на равных правах.

Во вторую очередь удовлетворяются требования работников банка по оплате труда и выходным пособиям. Эта очередь обычно невелика по сравнению с первой, потому что фонд заработной платы банка составляет небольшую часть его обязательств. Однако закон ставит работников выше всех коммерческих кредиторов, исходя из того, что люди не должны терять заработанные деньги из-за ошибок руководства. На практике эта очередь чаще всего удовлетворяется полностью, если в банке вообще остались какие-то деньги после первой очереди. Для нашей темы вторая очередь важна лишь как ещё один слой, стоящий перед держателями облигаций.

В третью очередь попадают все остальные кредиторы банка, и она самая многочисленная. Здесь стоят компании, которые держали деньги на расчётных счетах и депозитах, другие банки, предоставившие межбанковские кредиты, налоговые

органы с требованиями по налогам, а также держатели обычных облигаций банка. Именно здесь оказались бы и держатели старших облигаций, о которых мы говорили в первой главе. Третья очередь — это очередь коммерческих кредиторов, которые добровольно доверили банку деньги без страховки. Они получают свою долю только после того, как полностью рассчитались с первыми двумя очередями.

Обратите внимание, что государство в лице налоговых органов стоит в той же третьей очереди, что и обычные компании. Это отличает банковское банкротство от некоторых представлений о том, что государство всегда получает своё первым. Особое положение в первой очереди занимает лишь Агентство по страхованию вкладов, и то не как государство, а как правопреемник вкладчиков. Банк России в некоторых случаях может иметь обеспеченные требования, например по кредитам, выданным под залог, и тогда его требования удовлетворяются за счёт заложенного имущества. Для держателя суборда всё это означает, что впереди него стоит очень длинная и очень разнообразная очередь.

Есть ещё одна категория кредиторов, которая стоит между третьей очередью и держателями субордов. Это кредиторы, которые опоздали и заявили свои требования после закрытия реестра. Закон устанавливает срок, в течение которого кредиторы должны заявить о своих требованиях, и для банков он составляет 60 дней с даты публикации сведений о начале процедуры. Требования, заявленные позже, удовле-

творяются только из имущества, оставшегося после расчётов со всеми, кто успел попасть в реестр. Однако даже опоздавшие обычные кредиторы получают деньги раньше, чем держатели субординированных бумаг.

Теперь мы дошли до места, где стоят держатели субординированного долга. Закон прямо устанавливает, что требования по субординированным кредитам, депозитам, займам и облигационным займам удовлетворяются после удовлетворения требований всех иных кредиторов. Слова «всех иных» означают именно всех: и три очереди, и опоздавших кредиторов, и любых других, чьи требования не являются субординированными. После держателей субордов остаются только акционеры, которые могут претендовать лишь на то, что останется после расчётов со всеми кредиторами. На практике до акционеров в банкротстве почти никогда ничего не доходит.

Внутри группы субординированных кредиторов тоже существует своя иерархия, о которой мы упоминали в четвёртой главе. Условия бессрочных облигаций, соответствующие стандартам Базеля III, ставят их позади субординированного долга второго уровня. Если после всех обычных кредиторов вдруг что-то останется, сначала будут удовлетворены требования держателей Tier 2, и только затем держателей бессрочных бумаг. Нужно, правда, оговориться, что обе категории в банкротстве почти всегда получают одинаковый результат, то есть ничего. Разница в очерёдности имеет больше теоре-

тическое, чем практическое значение.

Почему на последние места очереди деньги почти никогда не доходят? Ответ кроется в том, в каком состоянии банк обычно оказывается к моменту отзыва лицензии. Банк, который был бы платёжеспособен и имел положительный капитал, как правило, не доводят до банкротства: его либо продают, либо санируют, либо он сам решает свои проблемы. До банкротства доходят банки, у которых обязательства существенно превышают реальную стоимость активов. Профессионалы называют эту разницу «дырой в капитале», и её размер нередко оказывается шокирующим.

Объясню на условном примере, как выглядит такая дыра и к чему она приводит. Предположим, по отчётности банка у него было активов на 100 миллиардов рублей и обязательств на 92 миллиарда, так что капитал составлял 8 миллиардов. После отзыва лицензии временная администрация выяснила, что значительная часть кредитов выдана компаниям-однодневкам, а часть ценных бумаг ничего не стоит. Реальная стоимость активов оказалась 55 миллиардов рублей, а обязательства остались прежними. Дыра в капитале составила 37 миллиардов рублей, то есть больше трети всего баланса.

Продолжим этот пример и распределим деньги по очередям. Пусть первая очередь, состоящая из вкладчиков и агентства, требует 45 миллиардов рублей, вторая — 1 миллиард, третья — 40 миллиардов, а субординированные кредиторы — 6 миллиардов. Из 55 миллиардов сначала вычтем

расходы на процедуру, допустим, 3 миллиарда, и останется 52 миллиарда. Первая очередь получит все 45 миллиардов, вторая — 1 миллиард, а на третью останется 6 миллиардов, то есть 15% её требований. Держатели субординированных облигаций не получат ничего, потому что третья очередь не была удовлетворена полностью.

Обратите внимание, что даже в этом не самом катастрофическом примере держатели старших облигаций потеряли 85% вложений, а держатели субордов — все 100%. Чтобы держатели субординированного долга получили хоть что-то, третья очередь должна быть удовлетворена полностью. В нашем примере для этого не хватило 34 миллиардов рублей. Такое случается крайне редко, обычно в банках, которые лишились лицензии не из-за дыры в капитале, а по другим причинам, например из-за нарушений законодательства о противодействии отмыванию денег. Однако даже в таких случаях реальная стоимость активов часто оказывается ниже ожидаемой.

Чем банковская очередь отличается от очереди при банкротстве обычной компании, например производственной? Когда разоряется завод, держатели его облигаций стоят в одной очереди с поставщиками, подрядчиками и другими кредиторами, а граждан-вкладчиков у завода нет вовсе. У банка же впереди всех коммерческих кредиторов стоит огромная первая очередь, потому что вклады граждан составляют значительную часть его обязательств. Получается, что даже

старшая облигация банка в банкротстве находится в худшем положении, чем старшая облигация промышленной компании с таким же балансом. Держатель субординированной облигации банка отодвинут ещё дальше, за всю эту длинную вереницу.

Теперь вернёмся к редкому сценарию, при котором держатель суборда всё же может получить деньги. Как мы говорили, если имущества банка хватает для расчётов со всеми, регулятор добивается не банкротства, а принудительной ликвидации. Представьте банк, у которого активы реально стоят 50 миллиардов рублей, а обязательства перед всеми несубординированными кредиторами составляют 42 миллиарда. После расчётов с ними и оплаты расходов на процедуру, допустим, в 1 миллиард, остаётся 7 миллиардов рублей. Если субординированные требования составляют 5 миллиардов, их держатели получат всё, а оставшиеся 2 миллиарда достанутся акционерам.

Такие случаи действительно происходили, когда банки лишались лицензии за нарушения в сфере противодействия отмыванию денег или за проведение сомнительных операций клиентов. Капитал у таких банков формально оставался положительным, и при честной оценке его хватало на всех кредиторов. Однако полагаться на такой сценарий было бы опрометчиво по двум причинам. Во-первых, банк с серьёзными нарушениями нередко скрывает и проблемы с активами, которые вскрываются только после отзыва лицензии. Во-

вторых, процедура ликвидации всё равно растягивается надолго, и деньги замораживаются на годы без купонов.

Сколько в действительности получают кредиторы обанкротившихся российских банков? Агентство по страхованию вкладов регулярно публикует статистику по ликвидируемым банкам, и её общая картина весьма показательна. Требования первой очереди в среднем удовлетворяются в существенной части, хотя далеко не всегда полностью. Требования третьей очереди удовлетворяются гораздо хуже, и во многих ликвидациях речь идёт о единицах или нескольких десятках процентов. В большом числе ликвидаций до третьей очереди вообще доходят лишь символические суммы.

Из этой статистики следует вывод, который стоит сформулировать прямо. Если даже обычные кредиторы третьей очереди нередко возвращают лишь малую часть своих денег, то шансы держателей субординированного долга получить хоть что-то близки к нулю. Опытные аналитики, оценивая риск субординированных бумаг, обычно исходят из того, что при банкротстве потери составят все вложенные деньги. Это предположение не является пессимизмом, оно отражает реальную практику. Мы будем пользоваться им в семнадцатой главе, когда будем рассчитывать справедливую премию за риск.

Сколько длится конкурсное производство и что происходит с облигацией в это время? Формально закон устанавливает срок конкурсного производства в один год, но суды ре-

гулярно его продлевают. На практике ликвидация крупного банка может растянуться на пять, семь, а иногда и десять лет. За это время агентство продаёт активы, взыскивает долги, оспаривает сделки и судится с бывшими владельцами. Кредиторы получают деньги частями, по мере того как в конкурсной массе накапливаются средства.

С самой облигацией после отзыва лицензии происходят малоприятные изменения. Торги ею на бирже прекращаются, и она перестаёт быть ликвидным активом, который можно продать нажатием кнопки. Выплаты купонов прекращаются, поскольку банк больше не исполняет свои обязательства в обычном порядке. В брокерском отчёте облигация может годами висеть мёртвым грузом с нулевой или условной оценкой. Инвестор фактически превращается из держателя ценной бумаги в кредитора банкрота с правом требования, которое нужно ещё правильно оформить.

Большую часть времени конкурсного производства занимает работа, которую не видно со стороны. Агентство оспаривает сделки, совершённые накануне краха, если в результате них из банка ушло ценное имущество. Например, если за несколько месяцев до отзыва лицензии банк продал здание дружественной компании за бесценок, такую сделку можно признать недействительной и вернуть здание в конкурсную массу. Кроме того, агентство добивается привлечения бывших владельцев и руководителей банка к субсидиарной ответственности, то есть к возмещению ущерба из их

личного имущества. Суммы таких взысканий бывают огромными на бумаге, однако реально получить удаётся обычно лишь малую часть.

Из этого вытекает ещё одно следствие для держателя суборда. Даже если агентству удастся вернуть в конкурсную массу значительные средства, они пойдут сначала на погашение требований первой и третьей очередей, которые к этому моменту удовлетворены лишь частично. Чтобы взысканные деньги дошли до хвоста очереди, они должны покрыть всю дыру в капитале целиком. Вероятность такого исхода в реальной практике ничтожна. Поэтому новости о многомиллиардных исках к бывшим владельцам банка не должны давать держателю субординированных бумаг ложной надежды.

Здесь важно сказать о практическом шаге, который часто упускают частные инвесторы. Чтобы претендовать на распределение денег из конкурсной массы, кредитор должен заявить своё требование и попасть в реестр требований кредиторов. Держатели облигаций могут сделать это самостоятельно или через представителя владельцев облигаций, если он был назначен для выпуска. Для держателя суборда, у которого шансы на выплату близки к нулю, этот шаг может показаться бессмысленным. Однако в редких случаях, когда активы оказываются ценнее ожидаемого, только включённые в реестр кредиторы могут рассчитывать на получение денег.

Можно ли продать требование к обанкротившемуся банку

и получить хоть что-то сразу? Закон допускает уступку права требования, то есть продажу его другому лицу. На рынке существуют профессиональные покупатели проблемных долгов, которые скупают требования к банкротам с большой скидкой в расчёте на будущие выплаты. Для требований третьей очереди такая продажа иногда возможна по цене в несколько процентов от номинала. Для требований субординированных кредиторов покупателей обычно нет вовсе, потому что вероятность получить по ним деньги слишком мала.

Ещё один практический момент связан с налогами и учётом убытка. Пока облигация формально существует и банк не ликвидирован окончательно, инвестор может долгое время не иметь возможности признать убыток для целей налогообложения. Этот вопрос имеет свои особенности, и мы рассмотрим его вместе с другими налоговыми аспектами в девятнадцатой главе. Здесь же отметим лишь, что банкротство банка создаёт для держателя суборда не только финансовые потери, но и многолетнюю неопределённость. Деньги потеряны, но формально история может тянуться годами.

Давайте разберём несколько типичных заблуждений, связанных с банкротством банка. Первое заблуждение — надежда на то, что крупный банк содержит много ценного имущества, и его продажа покроет всех кредиторов. На практике самые ценные и ликвидные активы обычно исчезают ещё до отзыва лицензии: их продают, закладывают или выводят. То,

что остаётся, часто представляет собой проблемные кредиты и неликвидное имущество. Размер банка не гарантирует размера конкурсной массы относительно его долгов.

Второе заблуждение — уверенность в том, что Агентство по страхованию вкладов защищает всех кредиторов банка. Агентство защищает только застрахованные вклады граждан и малого бизнеса в пределах страховой суммы. Держатели облигаций, в том числе обычных старших облигаций, никакой страховки не имеют. Даже если вы купили облигацию в том же банке, где у вас открыт вклад, на облигацию страхование не распространяется. Эту путаницу нередко используют недобросовестные продавцы, говоря о «надёжных бумагах нашего банка».

Третье заблуждение — представление о том, что держатели облигаций могут объединиться и добиться для себя лучших условий. В процедуре банкротства все кредиторы одной очереди находятся в равном положении, и никакая активность не позволяет им получить больше своей пропорциональной доли. Держатели субординированных облигаций, стоящие в самом конце, вообще не имеют рычагов влияния на процесс. Собрание кредиторов, где принимаются важные решения, формируется в основном из крупных кредиторов первой и третьей очередей. Голос держателя суборда в этом процессе практически не слышен.

Четвёртое заблуждение — надежда на то, что суд признает условия субординации несправедливыми и переведёт дер-

жателя в общую очередь. Условие субординации добровольно принимается инвестором при покупке облигации и прямо прописано в её документах. Суды исходят из того, что инвестор знал об этом условии и получал за него повышенный купон. Попытки оспорить субординированный статус в банкротстве практически не имеют шансов на успех. Кроме того, закон прямо закрепляет этот порядок, а не только условия выпуска.

Пятое заблуждение особенно опасно, потому что связано с надеждой на последнюю минуту. Некоторые инвесторы, видя новости о проблемах банка, рассчитывают успеть продать субординированную облигацию до отзыва лицензии. В теории это возможно, но на практике цена такой бумаги падает задолго до официальных решений, а покупателей становится всё меньше. Когда новость об отзыве лицензии появляется, торги обычно уже приостановлены. Рассчитывать на то, что вы окажетесь быстрее рынка, — значит рассчитывать на удачу.

Шестое заблуждение связано с ролью брокера, через которого куплена облигация. Некоторые инвесторы полагают, что брокер, предложивший бумагу или допустивший её покупку, несёт ответственность за её судьбу. Брокер отвечает за сохранность ваших ценных бумаг на счёте и за правильное исполнение поручений, но не за кредитоспособность эмитента. Если банк-эмитент обанкротится, облигация останется на вашем счёте, но её ценность исчезнет, и брокер не обя-

зан ничего возмещать. Исключение составляют лишь случаи, когда брокер грубо нарушил правила продажи сложных инструментов, и об этих правилах мы поговорим в тринадцатой главе.

Седьмое заблуждение касается соседей по хвосту очереди. Держатель субординированной облигации часто не задумывается о том, что рядом с ним стоят другие субординированные кредиторы, в том числе акционеры банка, предоставившие ему субординированные займы. В банкротстве все они имеют равные права, и требования владельца банка по субординированному займу будут удовлетворяться пропорционально наравне с вашими. Иногда такие займы составляют основную часть субординированного долга банка. Это ещё раз подчёркивает, что хвост очереди — место, где частный инвестор оказывается в компании тех, чьи интересы и возможности несопоставимы с его собственными.

Здесь полезно сделать оговорку, которая подготовит нас к следующей главе. Банкротство — это далеко не единственный и даже не самый вероятный сценарий потери денег для держателя субординированной облигации. Современные правила позволяют списать субординированный долг гораздо раньше, когда банк ещё работает и не объявлен банкротом. Более того, крупные проблемные банки в последние годы чаще проходили через санацию, чем через банкротство. В таких случаях держатели субордов теряли деньги без всякой очереди и без конкурсного производства.

Получается парадоксальная ситуация, которую важно осознать. Для держателя субординированной облигации и банкротство, и санация обычно заканчиваются одинаково, то есть полной потерей вложений. Разница лишь в том, что при банкротстве эта потеря растягивается на годы, а при санации происходит быстро и решительно. Вкладчики и обычные кредиторы при санации нередко не теряют ничего, а при банкротстве несут убытки. Для держателя суборда выбор между этими сценариями — это выбор между двумя формами одного и того же результата.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.