

# Как оценить справедливую стоимость «вечных» облигаций ВТБ после возобновления купонных выплат?

**Алексей ТРЕТЬЯКОВ,**  
основатель, генеральный  
директор, УК «Арикапитал»



**В** 2022 году «вечные» облигации ВТБ драматически упали в цене после того, как банк объявил о приостановке выплат для «укрепления капитальной позиции». В 2023 году ВТБ вернулся к зарабатыванию прибыли, менеджмент банка сообщил о планах возобновить выплату купонов. Пятого февраля инвесторы получили выплаты по четырём выпускам облигаций, номинированных в валюте, на 2.6 млрд рублей.

Во всем мире эмитенты стараются продемонстрировать инвесторам, что «вечный» срок до погашения — это формальность

## ПРЕМИЯ ЗА РИСК

Какая справедливая премия должна компенсировать риск «вечных» субординированных облигаций?

Наиболее широко распространенные субординированные банковские выпуски имеют следующие риски:

- 1) как правило, не имеют срока погашения;
- 2) банк вправе в одностороннем порядке отказаться от выплаты купонов. В случае такого решения начисленные проценты не накапливаются и не возмещаются. У владельцев облигаций отсутствует право предъявлять претензии эмитенту;
- 3) в случае снижения норматива достаточности капитала банк имеет право не только отказаться от выплаты купонов, но и списать номинальную стоимость облигаций.

Обычно «вечные» субординированные облигации оцениваются по доходности

к ближайшей дате досрочного погашения. Во всем мире эмитенты стараются продемонстрировать инвесторам, что «вечный» срок до погашения — это формальность, позволяющая учитывать такие облигации как капитал, а не как долг, «вечные» облигации погашаются досрочно при первой же предусмотренной условиями эмиссии возможности даже в случаях, когда выпустить аналогичные облигации будет значительно дороже.

Тем не менее иногда подобные истории случаются и на глобальном рынке. Самым громким инцидентом стала не просто приостановка выплат, а полное списание субординированных облигаций швейцарского банка Credit Suisse в марте 2023 года на \$17 млрд.

Эта история оказалась особенно скандальной потому, что Credit Suisse не обанкротился, а был выкуплен своим главным конкурентом UBS, который после покупки

Рейтинг (S&P/ Moody's/ Fitch)	Доходность к погашению, % годовых	«Вечный» выпуск	Рейтинг (S&P/ Moody's/ Fitch)	Доходность к колл-опциону, % годовых	Премия
A-/A1/AA-	5.1	BAC 5 7/8 PERP	BBB-/Baa2/BBB+	6.8	1.7%
BBB/Baa1/A-	3.9	DB 6 3/4 PERP	BB/Baa2/BB+	8.1	4.2%
A-/A3/A	5.5	UBS 4% PERP	BB/Baa3/BBB-	8.3	2.8%
A+/Aa3/A+	4.8	C 7% PERP	BB+/Ba1/BBB-	7.0	2.2%
A/A1/A+	5.1	ADCBUH 8 PERP	-/Baa1/-	6.5	1.4%
BB/Baa3/-	6.5	SOFTBK 6 7/8 PERP	B/B2/-	8.7	2.2%
					2.4%

« Таблица 1  
Банковские «вечные»  
субординированные  
облигации

Источник: Bloomberg

отразил в своей отчетности увеличение капиталa на \$30 млрд, фактически признав, что просто отобрал эти деньги у акционеров и облигационеров Credit Suisse.

Несмотря на комментарии о том, что это списание «навсегда» испортит другим банкам привлечение капитала посредством «вечных» субордов, в очередной раз оказалось, что у рынка — короткая память. Уже в ноябре 2023 года UBS вернулся на рынок, разместив два новых «вечных» выпуска на \$3.5 млрд под ставку купона 9.25%. Сейчас эти выпуски торгуются по 106–109% от номинала, обеспечивая доходность к ближайшим колл-опционам 7.5–8% годовых.

На фоне того, как поступают с инвесторами ведущие европейские и американские банки, решение ВТБ укрепить капитал лишь за счет приостановки выплат по субординированным облигациям без их списания выглядит не таким уж жестким.

Справедливый уровень доходности по «вечным» субординированным облигациям ВТБ, на мой взгляд, — 8–8.5% в долларах и 7.5–8% в евро исходя из того, что на глобальном рынке разница между доходностью обычных и «вечных» субординированных банковских облигаций составляет около 2.5%.

В Таблице 1 приведено сравнение доходности «вечных» и обычных облигаций крупных банков из разных регионов мира по состоянию на начало февраля 2024 года.

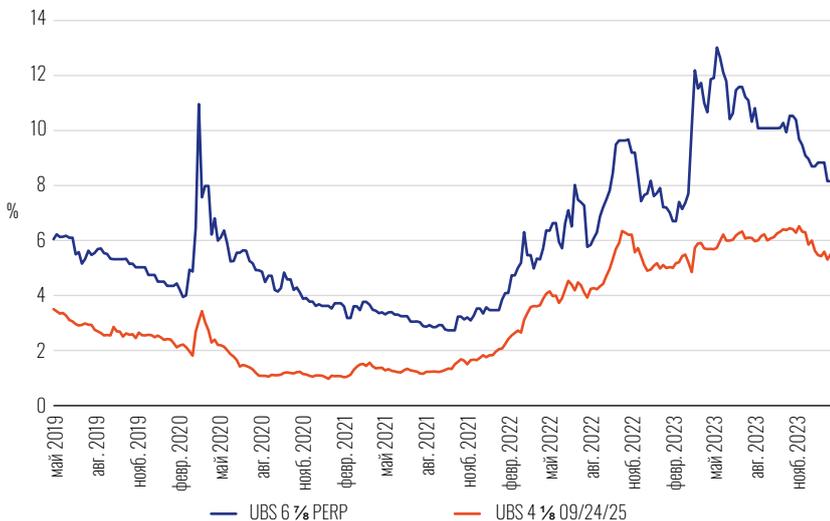
На графике (Рисунок 1) сравнение доходности «вечных» и обычных облигаций UBS в динамике за последние 5 лет. В кризисные 2020-й и 2023 годы премия за «вечную» субординированность подскакивала до 8%, после чего возвращалась к уровню ниже 2%. В среднем премия в течение 5 лет составляла 2.9%.

**Обоснована ли 2%-ная надбавка в доходности банковских субордов?**

Допустим, вы — долгосрочный инвестор с портфелем из 10 подобных облигаций. Если раз в 5 лет с одним из эмитентов портфеля будет происходить полное списание средств, то 2%-ной премии как раз хватит на покрытие убытка. Если подобные форс-мажорные случаи будут происходить чаще, то премия должна быть выше, если реже, то ниже.

В США и в ЕС на уровне законов прописано, что в случае необходимости докапитализации банка его субординированные облигации полностью списываются.

За последние 10 лет полное списание банковских субордов в РФ происходило в 2017–2018 годах после санации Промсвязьбанка и «Открытия». В отношении госбанков сформировалась практика докапитализации без списания субординированных облигаций. В 2023 году банк ВТБ был докапитализирован из средств ФНБ на сумму более чем 500 млрд рублей. С учетом этого представляется, что премия



« Рисунок 1  
Доходность по долларovým  
«вечным» и обычным  
облигациям UBS

Источник: Bloomberg

по российским субординированным облигациям не должна превышать сложившийся уровень на глобальном рынке.

### Как оценить справедливую стоимость «вечных» облигаций ВТБ после возобновления купонных выплат?

После того, как ВТБ прошел докапитализацию, вернулся к прибыльности и в целом российский банковский сектор вышел из сложного 2022 года более устойчивым, премия за субординированность «вечных» облигаций ВТБ скорее всего начнет возвращаться к долгосрочным средним значениям, то есть 2% над доходностью обычных облигаций ВТБ и других российских эмитентов первого эшелона.

Помимо 2–2.5% за риск субординированности в отношении «вечных» субординированных облигаций ВТБ можно дополнительно заложить премию +0.5% за компенсацию низкой ликвидности (номинал выпусков — \$150 тысяч и €125 тысяч, покупка доступна только квалифицированным инвесторам).

Важный фактор, который нужно учесть: поскольку ЦБ РФ демотивирует банки выпускать облигации, номинированные в иностранных валютах, ВТБ может оставить в обращении свои «вечные» выпуски на неопределенный срок. В этом случае в даты прохождения колл-опционов будут пересматриваться ставки купонов.

Для оценки справедливой стоимости нужно:

- 1) оценить будущие купонные ставки;
- 2) рассчитать, сколько могут стоить облигации после неисполнения колл-опционов для обеспечения инвесторам 7.5–8.5% валютной доходности;
- 3) рассчитать текущую справедливую стоимость для обеспечения такой же доходности с учетом роста цены к дате колл-опциона.

Валютные субординированные выпуски ВТБ можно разделить на две группы:

1. С привязкой купона к текущим ставкам SOFR/Euribor и пересмотром каждые полгода.

Это выпуски ВТБСУБТ1-3, ВТБСУБ1-8, ВТБСУБ1-10. Текущая купонная доходность по ним составляет 8.2–9.8%. Наша оценка справедливой стоимости данных выпусков = 100% от номинала. Потенциально выпуски могут стоить и выше номинала, в случае если ВТБ не будет их досрочно погашать в рамках колл-опционов (мы исходим из того, что данные выпуски ВТБ выкупит в первую очередь).

2. По всем остальным валютным субордам купонная ставка зафиксирована

до колл-опционов. Сейчас их купонная доходность составляет 3.75–5%. В случае неиспользования права на досрочный выкуп ставки будут пересмотрены в соответствии с доходностью US Treasuries/Bundes в момент колл-опционов. При сохранении текущей конъюнктуры рынка купонная доходность вырастет до 6.5–8%. Это означает, что к моменту колл-опционов стоимость выпусков может приблизиться к 90–100% от номинала, а справедливая цена на текущий момент — 75–85% от номинала.

### РУБЛЕВЫЕ СУБОРДИНИРОВАННЫЕ ВЫПУСКИ

Оценить рублевые «вечные» субординированные облигации проще, напрямую сравнивая с аналогами, недавно размещенными на российском рынке. В 2023 году два эмитента разместили «вечные» облигации (Газпром и Газпромбанк), Банк Дом.РФ разместил 10-летние субординированные облигации. Во всех трех размещениях ставка купона была установлена на уровне ОФЗ +3–3.25%, то есть примерно на 2–2.5% выше доходности по обычным облигациям данных эмитентов.

По мере восстановления кредитной истории ВТБ доходность по его субординированным облигациям будет сближаться с аналогами на российском рынке. При неизменном уровне доходности по ОФЗ (11.5–12%) справедливый уровень купонной доходности по рублевым субордам ВТБ — 15%.

Рублевые суборды ВТБ также делятся на выпуски с привязкой купона к ключевой ставке и с регулярным пересмотром (ВТБСУБТ1-6, ВТБСУБ1-12), их текущая купонная доходность — 16.75–18.75%, а справедливая стоимость — около 100% от номинала. Остальные выпуски с фиксированными 10%-ными купонами до колл-опционов могут восстановиться в цене до 85–90% от номинала.

Наиболее привлекательны, на наш взгляд, торгующиеся с максимальным дисконтом по 60–65% от номинала валютные выпуски, в которых мы видим потенциал заработать до 30% годовых на годовом горизонте. Рублевые выпуски также привлекательны, но их инвестиционный потенциал не настолько контрастирует с другими возможностями рынка, как в случае с валютными субордами ВТБ.

Возобновление выплат по субординированным облигациям одного из крупнейших банков РФ окажет положительное влияние и на выпуски других эмитентов, которые на текущий момент торгуются с завышенной, на наш взгляд, премией, что создает интересные инвестиционные возможности. 

**Возобновление выплат по субординированным облигациям одного из крупнейших банков РФ окажет положительное влияние и на выпуски других эмитентов**