

**ЮБЕР О., МОРИСО А.
СУПЕРСУБОРДИНИРОВАННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ:
ОБЗОР НЕДАВНИХ ЭМИССИЙ ВО ФРАНЦИИ**

Hubert O., Moriceau A.

Titres super-subordonnés: Observatoire des émissions récentes //
Banque mag. – P., 2004. – № 659. – P. 41-45.

В статье французских авторов анализируется опыт эмиссии нового для Франции типа ценных бумаг – так называемых суперсубординированных ценных бумаг¹ (titres super-subordonnés, TSS), которые, в свою очередь, делятся на два вида: банковские и небанковские.

В соответствии с принятым в 2003 г. во Франции Законом о финансовой безопасности (La loi de Securite Financiere, LSF) французские компании и банки получили право по своему усмотрению устанавливать степень (ранг) субординации эмитируемых ими долговых обязательств, отражающих очередность их погашения в случае усиления финансовых трудностей или банкротства эмитента. В тексте этого закона понятие TSS не фигурирует, оно введено практиками для обозначения нового поколения долговых обязательств, которые имеют более низкий ранг (с точки зрения их погашения в случае дефолта), чем классические субординированные ценные бумаги. Это создает дополнительные выгоды для кредиторов, требования которых погашаются в первую очередь. TSS дают возможность эмитенту покрывать свои риски и убытки, что отличает их от обычных долговых инструментов и сближает с собственным капиталом. По сути, TSS представляют собой гибридные ценные бумаги, имеющие характеристики различных финансовых инструментов. С экономической точки зрения TSS относятся к ценным бумагам, занимающим промежуточное положение между акциями («капитальными титулами») и долговыми обязательствами. Они представляют собой альтернативу возникшему в 90-х годах типу привилегированных акций (preferred share), эмиссия которых, позволявшая увеличивать размер собственного капитала банка, осуществлялась филиалами, расположенными в Люксембурге или в США.

С ноября 2003 г. в стране были осуществлены три эмиссии TSS на общую сумму в 1,6 млрд. евро: компанией Michelin (ноябрь 2003 г.), банком Caisse nationale des caisses d'épargne (CNCE) (декабрь 2003 г.) и государственным учреждением Французским агентством развития (Agence Francaise du Developpement, AFD) (апрель 2004 г.) (см. табл.1).

Таблица 1

Эмиссии TSS во Франции

	Эмитенты		
	Michelin	CNCE	Agence Francaise du Developpement
Сумма (млн. евро)	500	800	300
Головной банк	Societe generale HSBC-CCF	CDC Ixis CM Merril Lynch intern.	Societe generale Barclays Capital
Купонный доход (фиксированный)	6,375%	5,25%	4,605%
Купонный доход (переменный)*	Трехмесячная ставка Euribor + 2,95%	-	Трехмесячная ставка Euribor + 1,32%

* – переменный купонный доход, выплачиваемый через 10 лет после эмиссии TSS.

¹ Субординированные ценные бумаги (как правило, облигации) имеют более низкий статус (ранг) по сравнению с другими долговыми обязательствами эмитента, то есть при банкротстве эмитента погашаются во вторую очередь. – **Прим. реф.**

Выпуская TSS, эмитенты преследуют несколько целей, которые не сводятся к получению дополнительных средств в форме займа. Важнейшими из них целей являются

- улучшение финансового состояния – эту цель преследуют как банки, так и небанковские учреждения и компании; хотя эмиссия TSS увеличивает задолженность эмитента, она не создает для него столь серьезной угрозы, как другие формы задолженности;
- повышение рейтинга эмитента в результате улучшения его финансового состояния;
- оптимизация структуры общей задолженности эмитента путем увеличения средних сроков ее погашения, приостановки выплаты долга при определенных условиях и т.д.;
- увеличение объема собственного капитала, не увеличивая при этом суммы основного («старшего») долга (*la dette senior*);
- получение средств для финансирования операций по слиянию и приобретению; так, представленная в табл. 1 эмиссия CNCE предназначена для приобретения банка CDC Ixis; для кредитных учреждений возможность такого использования TSS очень выгодна, так как по действующим правилам свои участия в капитале других компаний и банков они должны оплачивать за счет собственного капитала.

Формирование и увеличение собственного капитала являются для банков важной задачей, поскольку они должны соблюдать установленные законом и правилами регулирования нормативы, чтобы противостоять различным рискам – кредитным, операционным, рыночным, структурным, портфельным и т.д. Новый закон LSF предоставляет банкам возможность увеличивать собственный капитал за счет эмиссии гибридных ценных бумаг, включая TSS, хотя доля таких ценных бумаг в собственном капитале банка ограничена органом банковского регулирования. Эмиссия TSS регулируется также правилами бухучета и пруденциального надзора. Вместе с тем пока во Франции отсутствует стандартный эмиссионный контракт по TSS, и французское законодательство, подобно английскому, допускает большую свободу эмитента при включении в такой договор устраивающих его статей. Подобная гибкость резко контрастирует с жесткими правилами эмиссии ценных бумаг (например, акций), подтверждающих право владения частью капитала компании или банка.

TSS, выпущенные компанией Michelin и получившие название «субординированных ценных бумаг последнего ранга» (*titres subordonnes de dernier rang*), имеют форму облигаций, тогда как выпущенные банком CNCE – форму среднесрочных евроног (*euro medium term notes*). В обоих случаях TSS представляют собой долговые обязательства эмитента, которые не дают их держателям прав на участие в голосовании, на дивиденды или ликвидационные остатки, на преференциальную подписку на акции, а также на информацию, предоставляемую обычным акционерам. TSS, выпущенные Michelin, стали объектом частных размещений во Франции и за границей (за исключением США) и были допущены к котировке на европейской бирже Euronext. TSS банка CNCE размещались группой европейских банков, предусматривается их котировка на бирже Люксембурга. По мнению авторов, подобное размещение TSS вызывает сожаление, так как их концентрация на одном рынке позволила бы сформировать вторичный рынок этих бумаг. На нынешнем этапе TSS приобретают в первую очередь институциональные инвесторы.

Приравнивание TSS к собственному капиталу является сложной проблемой, при разрешении которой следует учитывать различные аспекты, в том числе требования к расчету собственного и консолидированного капитала и правила пруденциального надзора (последнее относится к банкам и другим кредитным учреждениям). На практике между правилами бухучета и нормами пруденциального надзора существуют определенные противоречия. Действующие во Франции правила бухучета не позволяют включать TSS в состав собственного капитала банка, так как они относятся к долговым инструментам. В то же время правила пруденциального надзора допускают в определенных условиях приравнивание TSS к собственному капиталу банка. Для этого банки – эмитенты TSS должны ограничить права держателей этих бумаг на их погашение и установить определенный режим выплаты купонных доходов.

Несмотря на различия между эмиссиями Michelin и CNCE, они имеют во многом сходные черты: в обоих случаях TSS не могут конкурировать с другими долговыми инструментами при распределении активов в период их ликвидации (например, при дефолте). Это позволяет им служить своего рода амортизаторами, поскольку убытки, которые не могут быть покрыты за счет собственного капитала, могут погашаться с помощью TSS. «Старшие кредиторы» не пострадают от этих убытков, если сумма собственного капитала и TSS будет достаточна для их погашения.

Механизм определения ранга TSS имеет важное значение для их эмитентов. Кассационный суд Франции подтвердил законность и обоснованность рангов, которые утверждаются с помощью коллективной процедуры и включаются в эмиссионный договор. Это создает для эмитентов и инвесторов, приобретающих TSS, стабильную и безопасную юридическую среду. Michelin и CNCE пока не использовали эту возможность и не разработали механизм определения порядка и очередности погашения различных долговых обязательств. Очевидно, со временем, когда численность уровней субординации долговых инструментов возрастет, эмитенты осознают необходимость такого механизма.

Одним из достоинств TSS является то, что они обеспечивают эмитенту неизменный объем полученных средств в течение довольно длительного периода времени. Так, TSS компании Michelin будут погашаться в течение 30 лет, а банк CNCE вообще не предусматривает никаких точных сроков погашения – это может произойти, по решению эмитента, в любой момент после десятилетнего срока существования TSS. В обоих примерах в эмиссионных договорах отсутствуют статьи о праве истребования досрочного погашения TSS во время дефолта, что является существенным отличием TSS от акций и классических субординированных облигаций, а также подтверждением неизменности полученных с их помощью средств. В обоих случаях предусматривается погашение TSS наличными; допускается также погашение акциями и другими капитальными титулами, выпускаемыми с целью увеличения собственного капитала.

С юридической точки зрения купоны обычных облигаций являются разновидностью долга эмитента, который должен погашаться даже при обострении его финансовых трудностей. В этом случае необходимость выплаты по купонам может ухудшить финансовое состояние эмитента. При эмиссии TSS эмитент может приостановить оплату купонов при ухудшении его положения, что подтверждает сходство TSS с инструментами собственного капитала. Конечно, такая приостановка оплаты купонов не может быть произвольной, так как инвесторы вправе потребовать объяснений. Важными объективными причинами приостановки могут быть признаны такие факторы, как отсутствие прибыли или недостаточный поступление доходов в форме наличных средств.

По TSS, выпущенным Michelin и CNCE, оплата купонов будет осуществляться только при условии выплаты дивидендов акционерам в течение последних 12 месяцев. Купонный доход выплачивается по фиксированным процентам (см. табл. 1), которые будут неизменными в течение 10 лет, а не как доля от прибыли компании или банка, полученной за предшествующий год (так рассчитываются дивиденды). По истечении 10-летнего периода процентный доход на купоны TSS в компании Michelin и в агентстве AFD будет выплачиваться по переменным ставкам, рассчитываемым на основе трехмесячной ставки Euribor плюс соответственно 2,95% и 1,32%. Что касается дальнейшей судьбы приостановленных к выплате купонных доходов, то она у Michelin и CNCE неодинакова. У Michelin невыплаченный доход по TSS представляет собой отсроченные проценты, составляющие часть задолженности (пассива) компании, по которой, в свою очередь, выплачиваются проценты. У банка CNCE и AFD ситуация иная: доход по непогашенным купонам утрачивается навсегда.

Одна из статей эмиссионного договора предполагает использование TSS для поглощения (absorption) потерь, то есть очистки пассивной части баланса путем отнесения убытков на счет субординированного долга. Эмиссионный договор компании Michelin не содержит такой статьи, в отличие от договора CNCE, предусматривающего такое поглощение не только при обнаружившейся неплатежеспособности банка, но и тогда, когда ухудшаются показатели, которые должны соответствовать нормам пруденциального надзора.

В этом случае TSS становятся инструментом пруденциального управления кредитным учреждением, позволяющим смягчить финансовые трудности, не прибегая к увеличению пассивной части баланса.

Рейтинговые агентства прагматически подходят к TSS, изучая их по собственной методике, чтобы получить независимую оценку способности эмитентов погашать свои долговые обязательства. Так, агентство Standard & Poor's принимает во внимание такие факторы, как отсутствие у эмитента обязательства погашать долг по TSS в заранее определенный срок, «эффект буфера», создаваемый TSS для других кредиторов, постоянство объема получаемых эмитентом с помощью TSS ресурсов.

Анализ первых эмиссий TSS во Франции позволяет сделать вывод о потенциальных преимуществах нового инструмента для различных категорий эмитентов. Формирование вторичного рынка TSS позволит обеспечить этому типу ценных бумаг необходимую ликвидность.

Автор реферата – Л.А. Зубченко,
канд. экон. наук, ИНИОН РАН