

## ВЫБОР КОММЕРЧЕСКИМ БАНКОМ ОПТИМАЛЬНЫХ ПАРАМЕТРОВ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА

Е.В. Куделич

Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов, neshik@yandex.ru

При разработке Концепции облигационного займа и конструировании выпуска облигаций одной из основных задач банка является поиск оптимального набора параметров выпуска и обращения облигаций с целью достижения наибольшей эффективности облигационного займа.

Формирование параметров облигационного займа осуществляется на основе анализа текущей ситуации на рынке, основных характеристик банка-эмитента, с учётом требований законодательства Российской Федерации, на балансе интересов и рисков эмитента и инвестора. Сегодня на рынке сложилось определенное понимание оптимальной структуры облигационного выпуска, которая является понятной для основной массы инвесторов и которой придерживается большинство эмитентов.

Рассмотрим некоторые аспекты установления основных параметров выпуска облигаций.

**Объём выпуска.** Объём облигационного займа определяется, с одной стороны, потребностью эмитента в привлечении ресурсов, а с другой, способностью эмитента разместить облигации на приемлемых с позиции ликвидности, прибыльности и рискованности условиях. При определении объёма выпуска облигаций учитываются также такие дополнительные факторы как законодательно установленные ограничения, обязательные экономические нормативы, финансовое состояние банка-эмитента, неформальные требования рынка, регулятивные издержки, величина предоставленного обеспечения. Номинальная стоимость всех выпущенных банками облигаций не должна превышать размера уставного капитала банка или величину обеспечения, предоставленного банку сторонними лицами для целей выпуска облигаций [1].

Объём выпуска должен соответствовать показателям деятельности эмитента. Слишком крупный (или, напротив, небольшой) объём выпуска может вызвать у потенциальных инвесторов определённые сомнения, что, несомненно, приведёт к повышению эмитентом доходности облигаций и, соответственно, увеличению стоимости заимствования.

С нашей точки зрения, небольшой объём эмиссии является экономически нецелесообразным и по причине наличия постоянных расходов, не зависящих от объёма выпуска, которые значительно увеличивают стоимость выпуска. Кроме того, с позиции формирования ликвидного вторичного рынка облигаций в рамках долгосрочной программы облигационного заимствования первый выпуск облигаций по объёму привлекаемых средств должен быть больше чем последующие. И только когда облигации банка-эмитента получают признание инвесторов, объём повторных эмиссий может быть снижен.

Стандартными выпусками банковских облигаций в течение последних лет являются выпуски в объемах 1000 млн. руб., 2 000 млн.руб., 3000 млн.руб., 5 000 млн.руб., 10 000 млн.руб., 15 000 млн.руб. Наиболее крупные по объёму заимствования на рынке облигаций были осуществлены банками "Газпромбанк" (ОАО) ( 2 выпуска в 2007 г. по 20 млрд. руб. каждый и 1 выпуск в 2008 г. на 10 млрд.руб.), Банк ВТБ (ОАО) (выпуски в 2005 и 2006 г.г. в объёме 15 млн.руб. каждый), ОАО «Российский Сельскохозяйственный Банк» (3 выпуска в объёме 10 млрд. руб. в 2007-2008 г.г.), АКБ "Банк Москвы" ( 2 выпуска по 10 млрд.руб., 2008 г.), Банк ВТБ 24 (ЗАО) (10 млрд.руб., 2008 г., 15 млрд., 2010 г.), ЗАО "Райффайзенбанк" (10 млрд.руб., 2008 г.). В процессе размещения находятся 1 выпуск Банк ВТБ 24 (ЗАО) и 1 выпуск ЗАО "Райффайзенбанк" в объёме 10 млрд. рублей каждый [2].

**Номинал облигации.** Величина номинала облигации определяется целевой группой инвесторов и стандартными требованиями, предъявляемыми к номиналу облигации на рынке. Для российского рынка облигаций типичен номинал банковской облигации 1 000 рублей, что делает её более ликвидной, востребованной разными классами инвесторов.

**Форма размещаемых ценных бумаг.** Документарная форма выпуска облигаций оправдана лишь при ориентации эмитента на частного инвестора. В остальных случаях явные преимущества на стороне бездокументарной формы выпуска: это и упрощение процедур купли-продажи, и отсутствие расходов, связанных с изготовлением бланков ценных бумаг. Большинство выпусков облигаций российских банков осуществлено в бездокументарной форме. Вместе с тем, формально эти выпуски зарегистрированы как выпуски в документарной форме с обязательным централизованным хранением.

**Срок заимствования.** При выборе срока обращения облигаций банк исходит из целей облигационного займа и плана денежных потоков. Срок обращения облигаций формируется под воздействием различных факторов и во многом зависит от рыночной конъюнктуры российского долгового рынка, которая подвержена значительным колебаниям, а также от общего состояния и развития потребительского сектора в РФ и субъективной оценки банка участниками рынка. Обычно банк находится перед дилеммой: размещать облигации на короткий срок под меньший процент и нести больший риск, или размещать облигации на более длительный срок, что повышает процентную ставку, но уменьшает риск. Для регулирования срока обращения облигаций банк использует различные конструкции. Наиболее распространённой из них является включение в структуру долгосрочного займа оферты, посредством которой эмитент принимает на себя обязательства осуществить досрочный выкуп или погашение облигаций по инициативе инвестора или по соглашению сторон в заранее объявленные сроки по определённой заранее цене. С учётом российской практики предоставление права досрочного предъявления облигаций к выкупу необходимо в случае, если срок их обращения превышает 18 месяцев. При этом срок, через который инвесторы получают право на осуществление досрочного выкупа, устанавливается в пределах 6-12 месяцев.

Результаты анализа динамики структуры выпущенных российскими банками облигаций позволяют сделать вывод об имеющей место тенденции удлинения сроков погашения банковских облигаций. В структуре выпущенных российскими банками облигаций доля долгосрочных облигаций, срок погашения которых составляет более 3-х лет, возросла с 22,20% по состоянию на 01.01.2004 г. до 82,93% по состоянию на 01.01.2010 г.[3].

**Срок размещения облигаций.** В соответствии с российским законодательством срок размещения облигаций не должен превышать одного года от даты государственной регистрации выпуска облигаций. С другой стороны, существует запрет на обращение облигаций банков на вторичном рынке до регистрации отчёта об итогах выпуска облигаций в Банке России, что также мотивирует эмитента к сокращению сроков размещения [1]. Обычно срок размещения облигаций устанавливается в пределах 30 дней, но реально хорошо организованный выпуск облигаций размещается за 1-3 дня.

**Форма выплаты дохода по облигациям и связанные с ним конструкции облигационного займа.** Доход по облигациям может быть установлен в виде дисконта или купонного дохода. В основном российскими банками выпускаются облигации с купонным доходом.

Вид купонного дохода (с постоянной, фиксированной на определённый период или переменной процентной ставкой) зависит от многих факторов. Постоянный купонный доход может быть установлен в условиях относительно стабильной макроэкономической ситуации в стране и при выпуске краткосрочных облигаций. (Пример: выпуск облигаций НОМОС-БАНК,5 в 2001 году сроком обращения 1 год под 10 % годовых) [4]. Плавающая процентная ставка является наиболее мягкой формой реакции на нестабильную макроэкономическую ситуацию в стране. Однако в условиях

российской действительности облигации с плавающим купоном вряд ли могут быть применены, поскольку в России на современном этапе отсутствует признанный финансовый индикатор, к которому можно привязать купонную ставку. В российской практике по большинству выпусков банковских облигаций устанавливается фиксированная купонная ставка на определённый период. Например, условиями выпуска облигаций НОМОС-БАНК, 7 определены ставки 1,2,3 купонов в размере 8,25 % годовых, 4-6 купонов - 9,25 % годовых [4]. Установление купонного дохода, фиксированного в определённом периоде, предоставляет инвесторам и эмитентам возможность точного прогнозирования своих денежных потоков по облигационному займу.

Действующими Стандартами эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг определены возможные сроки установления купона. Ставки купонного дохода могут устанавливаться в ходе аукциона, проводимого среди потенциальных покупателей облигаций. Наиболее часто аукцион используется для установления ставки по первому купонному доходу. Ставки по следующим купонам могут фиксироваться в размере ставки по первому купону на весь период обращения, либо устанавливаться в решении о выпуске, либо определяться путём проведения серии последовательных аукционов, либо устанавливаться уполномоченным органом непосредственно перед очередным купонным периодом [5]. Традиционные сроки выплаты купонного дохода по облигациям банка «1 раз в квартал», «1 раз в полгода».

**Процентная ставка при размещении. Цена размещения.** Доходность при размещении конкретного выпуска облигаций зависит от инвестиционного качества ценной бумаги, которое характеризуется спредом (spread) - разностью между доходностью облигации и ставкой процента по соответствующему базовому финансовому ориентиру (benchmark), в качестве которого чаще всего выступают облигации федерального займа, которые характеризуются минимальным уровнем кредитного риска, наиболее близкой датой погашения и (при прочих равных условиях) близким по значению купоном. На размер спреда оказывают влияние различные факторы и, в первую очередь, кредитная история эмитента, срок обращения облигаций, рыночная конъюнктура рынка долговых обязательств в период размещения.

Несомненно, главный ценообразующий фактор – это уровень кредитоспособности заёмщика. Именно премия за риск невыполнения обязательств, прежде всего, определяет уровень спреда облигаций к соответствующему базовому ориентиру. Показатели доходности затрагивают и такие важные факторы как размер купона, изменение уровня процентных ставок на финансовом рынке, объёмные и структурные параметры спроса и предложения, ценовая стратегия банка-эмитента.

При определении приемлемого для банка-эмитента уровня доходности при размещении облигаций важно проанализировать два основных индикатора: уровень процентных ставок на рынке межбанковских кредитов и среднюю доходность торгуемых облигаций банков со сходным финансовым положением и сопоставимыми условиями выпуска облигаций. Приемлемым для участников рынка является уровень доходности между первым и вторым индикатором. Придерживаясь такой стратегии, банк предлагает потенциальным инвесторам доходность выше, чем по альтернативным инструментам, обращающимся на рынке, и одновременно имеет возможность заимствования по ставке ниже ставок рынка межбанковских кредитов.

На цену размещения облигаций влияет также и тип ценных бумаг. Дисконтные облигации размещаются по цене ниже номинала. Купонные облигации целесообразно размещать по номиналу или по цене выше номинала.

Стандартами эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг предусмотрены следующие методы формирования цены размещения облигаций: 1) цена фиксируется в цифровом выражении; 2) цена устанавливается в виде формулы с переменными, 3) цена определяется советом директоров или иным уполномоченным органом эмитента или в ходе торгов, на которых осуществляется размещение ценных бумаг или в виде минимальной цены размещения ценных бумаг, ниже которой размещение ценных бумаг не допускается. Если эмиссионными документами предусмотрен порядок определения цены облигаций, а не её фиксированная величина, этот порядок должен предусматривать возможность вычисления цены на день в течение всего срока размещения облигаций [5].

**Определение стоимости облигационного займа при его конструировании.** Стоимость облигационного займа для банка-эмитента формируется под влиянием множества разноплановых факторов, взаимопроницающих и дополняющих друг друга. Являясь наиболее чувствительным параметром для эмитента, стоимость облигационного займа, включает в себя не только процент по облигационному займу, но и затраты на его подготовку, выпуск в обращение и обслуживание. Дополнительные расходы на обслуживание займа, являясь неотъемлемой и необходимой статьёй

сметы расходов на выпуск, увеличивают стоимость облигационного займа в среднем на 1-1,5%. Эмитент может отказаться от выпуска облигаций, если в результате расчёта стоимости заимствования в период проектирования облигационного займа окажется, что цена займа значительно выше цены ссудного капитала в других формах.

**Обеспечение займа.** Эмитент может повысить инвестиционную привлекательность облигаций путём включения в структуру облигационного займа дополнительного обеспечения выполнения своих обязательств перед кредиторами. Выпуск облигаций без обеспечения возможен лишь с третьего года функционирования банка при условии, что объём выпуска не превышает уставного капитала. Наличие обеспечения облигационного займа предпочтительно в первую очередь для банков с невысоким кредитным рейтингом, а также не имеющих признанной рыночной репутации. В настоящее время российское право предоставляет эмитентам обеспечивать размещаемые облигационные займы гарантией (государства, муниципального образования и банка), залогом, поручительством третьего лица [6].

Подводя итоги изложенному выше, необходимо отметить, что при структурировании облигационного займа банку - эмитенту целесообразно ориентироваться на традиционные параметры выпуска, сложившиеся на рынке под воздействием спроса и предложения, придерживаясь собственной стратегии и требований российского законодательства. Для обеспечения оптимального соотношения между доходностью и рискованностью облигаций эмитенту следует широко использовать дополнительные конструкции облигационного займа.

#### Литература:

1. Инструкция ЦБ РФ от 10 марта 2006 г. N 128-И «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации»
2. <http://www.cbr.ru/analytics/registers.asp>
3. [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank\\_system/4-2-3\\_08.htm&pid=pdko&sid=ovkosso](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank_system/4-2-3_08.htm&pid=pdko&sid=ovkosso)
4. <http://www.cbonds.info/ru/rus/emissions/index.phtml>
5. Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг (утверждены приказом ФСФР от 25.01.2007 г. N 07-4/пз-н.)
6. Федеральный закон РФ от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»