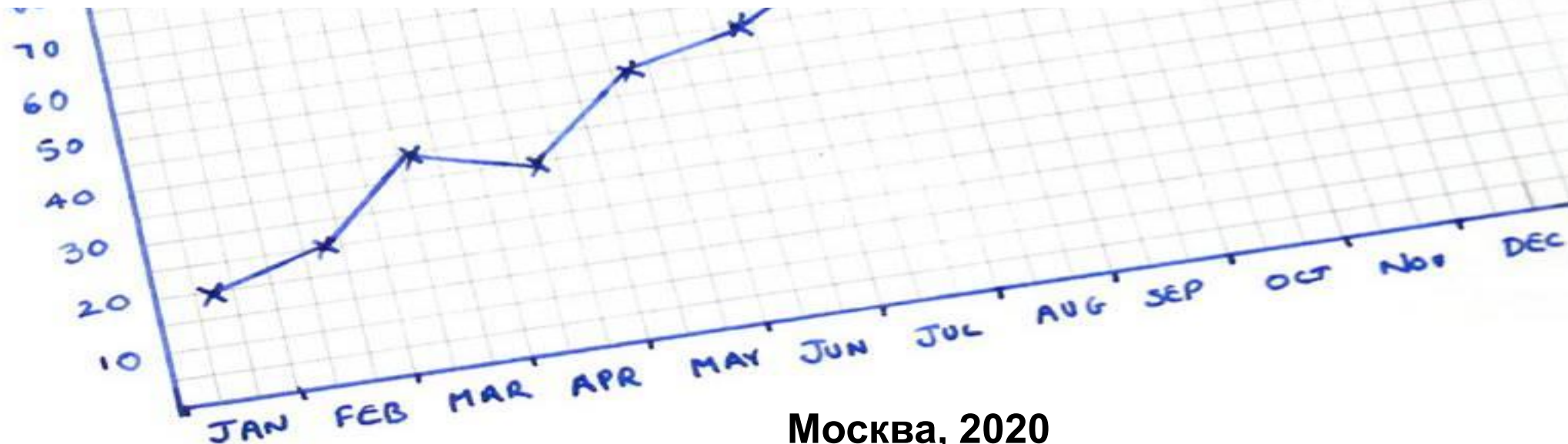


# Курс «Практика привлечения финансирования на международных рынках»

## Облигации и другие долговые ценные бумаги



Москва, 2020

Увеличение  
акционерного  
капитала или  
заемного?

Анализируя существующую **СТОИМОСТЬ** собственного **капитала**, **WACC** (Weighted average cost of capital), каждая компания имеет возможность выбрать источники капитала для дальнейшего развития. Но заемный капитал всегда является более предпочтительным, чем дополнительный акционерный капитал.

Вид источника финансирования	Сумма	Цена источника, % годовых	Доля источника в структуре пассивов
Уставный капитал, обыкновенные акции	1 000	25%	0,05
Уставный капитал, привилегированные акции	200	15%	0,25
Нераспределенная прибыль	1 200	20%	0,30
Кредиты	800	15%	0,20
Кредиторская задолженность	800	5%	0,20
Совокупный капитал	4 000		1

$$\mathbf{WACC} \text{ (доналоговая)} = 25\% * 0,05 + 15\% * 0,25 + 20 * 0,3 + 15\% * 0,2 + 5\% * 0,2 = \mathbf{15\%}$$

## Облигации – самый распространенный источник заемного капитала в мире

**Облигация** (лат. *obligatio* — обязательство) — долговая эмиссионная ценная бумага.

В международной практике существуют разные термины для обозначения облигаций:

- **bond** — долгосрочная;
- **note** — краткосрочная и среднесрочная;
- **bill** — сверхкраткосрочная;
- **debenture** — необеспеченная (США) или обеспеченная (Великобритания), но отражаемая в капитале компании-эмитента (Субординированная);
- **loan stock** — конвертируемая;
- **certificate of indebtedness** (сертификат задолженности) — эмиссионная долговая ценная бумага, владелец которой имеет право получить от эмитента облигации в оговоренный срок её номинальную стоимость деньгами или в виде иного имущественного эквивалента.



## Облигации – самый распространенный источник заемного капитала в мире

**Облигация** (лат. *obligatio* — обязательство) – долговая эмиссионная ценная бумага.

Облигация является одной из разновидностей займа (ст. 816 ГК РФ).

Облигация может предусматривать право владельца на получение процента (купона) от её номинальной стоимости либо иные имущественные права.

Вексель, который также может быть процентной бумагой, в международной практике имеет обозначения: ***promissory note*** и ***IOU (I owe you*** – «я тебе должен»).

Основное различие облигации и векселя: облигационный займ регистрируется уполномоченными органами государства.





## Облигации – самый распространенный источник заемного капитала в мире

Облигация по сути представляет собой письменное обязательство Заемщика (Эмитента) перед Держателями:

«Я, Эмитент, обязуюсь уплатить \_\_\_\_\_ (дата) сумму \_\_\_\_\_ денежных единиц лицу, предъявившему данную бумагу».

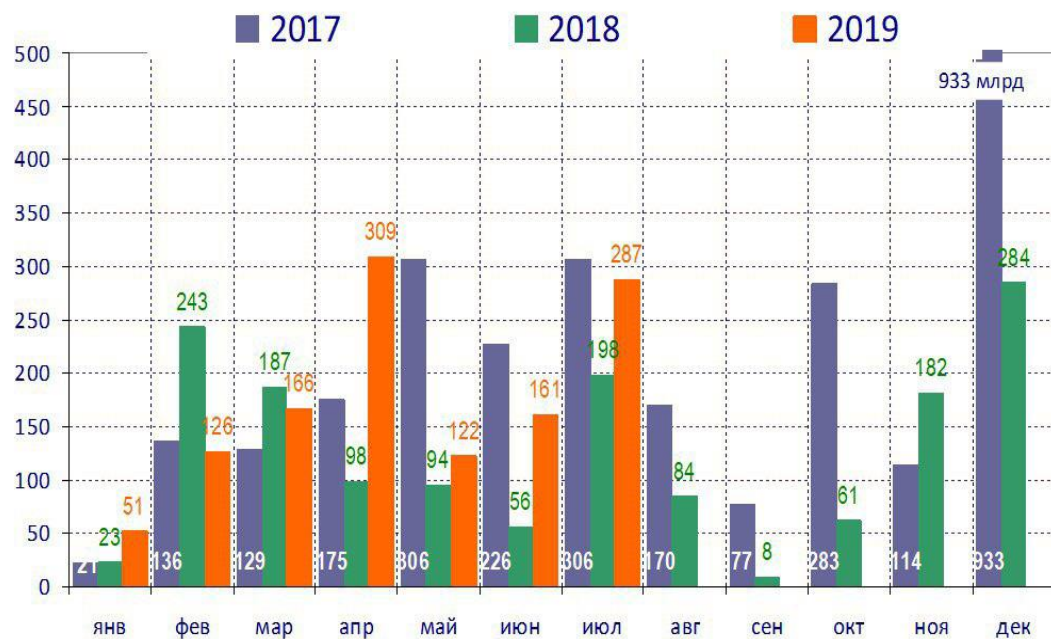
Существенными условиями сделки займа являются (ст. 807 ГК РФ): передача суммы займа (либо иного имущества) и обязанность его вернуть. Дополнительные условия: срок возврата и проценты.

Иные сведения, зафиксированные в проспекте эмиссии облигации, являются по сути маркетинговыми уловками в отношении кредиторов, направленными на повышение спроса на данную ценную бумагу.



## Облигации – недостаточно оцененный источник заемного капитала в России

Объем первичного размещения корпоративных облигаций в 2017-2019 гг., млрд руб.



Источник: расчеты «БК РЕГИОН»

**BONDS**

## Типы облигаций. Эмитенты и сроки

Облигации дифференцируются по **типам эмитентов** и срокам погашения.

### По эмитентам:

#### - Государственные.

**Россия:** **ОФЗ** (Облигации Федерального займа).

**США:** Treasury **bills**, T-bills (до 1 года);

Treasury **notes** (2-10 лет),

Treasury **bonds** (10-30 лет).

#### - Муниципальные.

#### - Корпоративные.

### С фиксированными сроками погашения:

- Краткосрочные. До 1 года включительно.

- Среднесрочные. Свыше 1 года – до 5 лет.

- Долгосрочные. Свыше 5 лет.

Индекс доходности ОФЗ Московской биржи



Источник: Московская биржа, БК «РЕГИОН»

Типы  
облигаций.  
Эмитенты и  
сроки

Облигации дифференцируются по типам эмитентов и **срокам погашения**.

**Без фиксированных сроков погашения:**

- **Бессрочные**.

**Великобритания:** Consolidated annuities (= **Consols**); 2,5-4% годовых, первые выпуски – XVIII век, последний выпуск – 1927. Номинальная заявленная купонная доходность сохраняется на протяжении столетий.

**Россия:** Бессрочные облигации ВТБ. Существует опцион call Эмитента в определенные даты. Если опцион не исполняется, ставка на следующий период автоматически существенно увеличивается. Поэтому банку легче выкупить выпуск досрочно.

- **Столетние** (практически бессрочные).

**Австрия:** выпуск 2017 г. с погашением в 2117 г. В 2017 году бумаги размещали по 99.5% от номинала при купоне 2.1% годовых. Их цена достигала 209% от номинала, эффективная доходность упала до 0.62% годовых.

**Франция:** SNCF Réseau (ж/д Франции) разместили первые в мире 100-летние **зеленые** облигации на €100 млн под 1.425% годовых.

Облигации без фиксированных сроков погашения интересны пенсионным фондам и страховым компаниям, которым необходимы долгосрочные активы, сопоставимые с их долгосрочными обязательствами. Также эти инвесторы законодательно ограничены в выборе направлений инвестирования и всегда должны покупать государственные облигации.



Типы  
облигаций.  
Эмитенты и  
сроки

Облигации дифференцируются по типам эмитентов и **срокам погашения**.

**Без фиксированных сроков погашения:**

- **Отзывные** (**callable**: CALL опцион эмитента на досрочный выкуп облигаций по номиналу или с премией к номиналу);
- С правом **досрочного погашения** (**puttable**: PUT опцион держателя облигации на досрочное погашение);
- **Продлеваемые** (**extendable**) опцион держателя облигации на продление срока и дальнейшее получение купона, либо замену на вновь выпущенные облигации с лучшими для держателя условиями;
- **Отсроченные** (**extendable**) опцион эмитента на продление срока).

## Типы облигаций. Эмитенты и сроки

### Callable bonds

(**redeemable** – «подлежащий выкупу, погашению»):

Облигации, включающие «встроенный» **опцион CALL**. Эмитент вправе (**но не обязан!!!**) объявить о выкупе по прошествии определенного периода всего выпуска по установленной цене.

Поскольку CALL опцион дает эмитенту определенные преимущества:

**Цена callable bond = Цена «обычной» облигации - Цена (премия) опциона**

Например, облигация изначально предполагается к размещению по цене **99,5** единиц (от номинала (**PAR VALUE**) **100**). Тогда вместе с Call опционом она будет стоить, к примеру, **99,4**.

### Puttable bonds

(**puttable** или **retractable** («втягивающийся») **bonds**):

Облигации, включающие «встроенный» **опцион PUT**. При размещении объявляется возможность (**но не обязанность!!!**) для держателя облигации ее досрочного погашения. В российской практике – «досрочная **оферта**».

**Цена puttable bond = Цена «обычной» облигации + Цена (премия) опциона**

Поскольку возможность досрочного предъявления к погашению уменьшает риски держателя, **puttable bond** стоит дороже обычного.

В аналогичной ситуации при размещении «обычной» облигации по **99,5** Puttable bond будет стоить **99,6**.

Поскольку оба опциона (**CALL** и **PUT**) не являются взаимоисключающими, они могут быть объявлены для одних и тех же бумаг. Например: после 1 года обращения держатель имеет возможность предъявить облигацию к погашению, а через 2 года эмитент имеет право объявить о выкупе по номиналу. То есть, одна бумага может быть **одновременно** и callable, и puttable.

Типы  
облигаций.  
Приоритет

Облигации дифференцируются по **приоритету** перед другими кредиторами в случае банкротства Эмитента.

- **Senior** – подлежащие в случае банкротства эмитента первоочередному погашению.
- **Subordinate** – вторичные права держателей облигаций в очереди кредиторов и приравнение их при несостоятельности Эмитента к акционерам.

**В России:** введение опциона на приоритетное удовлетворение претензий для держателей облигаций (**Senior priority**) не меняет общего порядка ликвидации компании-Эмитента (ГК РФ Статья 64). По закону у держателей облигаций **приоритет** перед прочими кредиторами **отсутствует**, хотя в ранее действовавшем законодательстве он был зафиксирован. Установление подобного приоритета могло бы существенно усилить рынок этих бумаг.

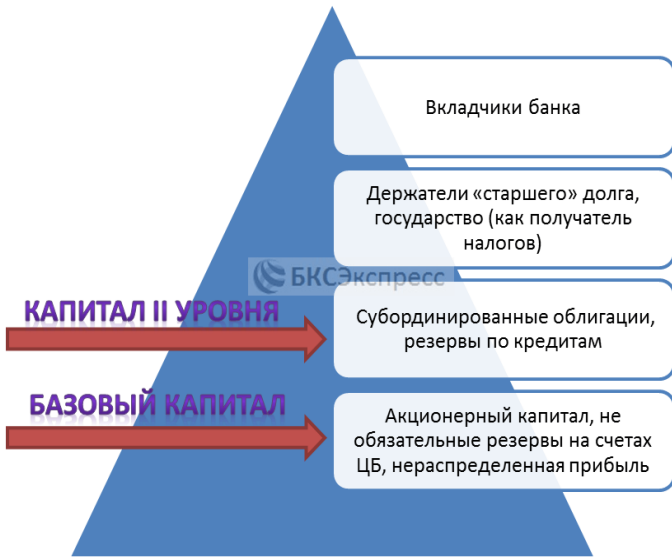
## Типы облигаций. Приоритет

Облигации дифференцируются по **приоритету** перед другими кредиторами в случае банкротства Эмитента.


- **Senior** – подлежащие в случае банкротства эмитента первоочередному погашению.
- **Subordinate** – вторичные права держателей облигаций в очереди кредиторов и приравнивание их при несостоятельности Эмитента к акционерам.

### В России:

**Субординированные** облигации упоминаются только в законодательстве о банках и банковской деятельности. Держатели субординированных облигаций и займов имеют самый низкий приоритет среди кредиторов при банкротстве. Но зато, средства, полученные от размещения этих облигаций, включаются в дополнительный капитал банка.







Типы  
облигаций.  
Конвертация

Облигации дифференцируются по возможности **конвертации** в обыкновенные акции.

- **Неконвертируемые.**
- **Конвертируемые** – предоставляющие их владельцу право обменивать их на акции того же эмитента. Важное значение для держателей конвертируемых облигаций имеют такие параметры, как конверсионный коэффициент и конверсионная цена. Конверсионный коэффициент показывает, какое количество акций можно получить в обмен на такую облигацию. Конверсионная цена представляет собой отношение номинальной цены облигации к конверсионному коэффициенту.

**В России:** новеллы в законодательстве упорядочили процесс эмиссии конвертируемых облигаций.

Причины конвертации:

- предусмотрена обязанность эмитента конвертировать облигации в акции **в определенную дату**;
- предусмотрена обязанность эмитента конвертировать облигации в акции после наступления определенных обстоятельств (**триггеров**);
- предусмотрено **право держателей** конвертируемых облигаций **требовать** конвертации .

## Типы облигаций. Порядок погашения

Опции для компании в стране с **отрицательной** учетной ставкой для ее собственных средств:

1. Держать в ликвидных облигациях под **минус** 0,1% годовых.
2. Держать депозите в банке под **минус** 0,5-1% годовых.
3. Конвертировать в иную валюту, а потом снова вернуть средства в исходное состояние. Конвертация на круг обойдется 0,3-0,5% плюс риски колебания валют за этот период?

Облигации дифференцируются по **порядку погашения** номинала и процентов.

### Погашение номинала:

- **Без погашения**. То же, что бессрочные облигации, но чаще такие бумаги, все-таки, имеют опцион call эмитента в определенные даты с автоматическим изменением ставки купона при неисполнении данного опциона.
- **Разовым платежом** в конце срока обращения.
- **Распределенным по времени погашением**: чаще всего лотерейные или тиражные займы.

### Погашение процентов:

- Облигации **с фиксированной** купонной **ставкой**;
- Облигации **с плавающей** купонной **ставкой**, когда купонная ставка зависит от уровня публичных котировок ссудного процента;
- Облигации **с равномерно возрастающей** купонной **ставкой** по годам займа (так называемые индексируемые облигации; обычно эмитируются в условиях инфляции);
- Облигации **с нулевым купоном** (бескупонные облигации);
- Облигации **с отрицательным купоном** – новое веяние в финансовой практике в условиях отрицательных учетных ставок Центральных банков;
- Облигации **смешанного типа**. Часть срока облигационного займа владелец облигации получает доход по фиксированной купонной ставке, а часть срока — по плавающей ставке, либо как часть прибыли Эмитента. Характерно для CDO (Collateralized-debt obligations).

Типы  
облигаций.  
**Залог**

Облигации дифференцируются по наличию **залога**.

- **Бланковые** (не обеспеченные залогом).
- **С залогом материальных активов**.
- **Под инвестиционный проект** - Средства, полученные от реализации данных облигаций, направляются эмитентом на финансирование проекта. Доходы, полученные от реализации этого проекта, эмитент использует на погашение займа и выплату процентов.
- **Под конкретные доходы** – погашение производится за счет выручки по конкретному контракту (например, долгосрочный экспортный договор).
- **Гарантированные** – с банковской гарантией исполнения обязательств (**Performance bond**) или гарантией (поручительством) других предприятий (**Corporate/Cross-Guarantee**).
- **Застрахованные** – облигационный займ страхуется в страховой компании на случай неплатежеспособности эмитента. Чаще всего возникает - **CDS** (**Credit-default swap**).

Типы  
облигаций.  
Размещение  
выпуска

## Облигации дифференцируются по способу размещения выпуска.

- Размещаемые **на публичном рынке** по открытой подписке;
- Размещаемые **по закрытой подписке** – формально выпускаются на рынок, как и публичные, но книга заявок составляется заранее;
- Размещаемые **агентом** – весь выпуск выкупается агентом (банком или синдикатом банков и инвесторов), а затем продается по двусторонним договорам иным лицам. Характерно для **CLN** (**Credit-linked notes**) и **LPN** (**Loan-Participation Notes**).

### В России:

- 1) Часто случались так называемые «технические» выпуски, когда Эмитент и организаторы выпуска (**MLA – Mandated Lead Arranger** и другие названия) выводят на рынок бумагу, осуществляют торги, но при этом реальные инвесторы эту бумагу не покупали. Поскольку данные сделки являются притворными, их не афишируют. Они «нужны» для формирования «репутации» Эмитента на рынке. Сейчас подобные сделки почти исчезли.
- 2) Выросло количество микро-размещений облигаций компаний малого и среднего бизнеса. В-основном, под гарантии государства.



## Типы облигаций. Названия

Облигации со специальными **названиями**.



**Инфраструктурные** – облигации, эмитируемые для реализации крупных инфраструктурных проектов с участием государства.



**Мусорные** (Junk или High-Yield Bonds) – облигации с высокой доходностью. Совсем не синоним дефолтных облигаций.



**Классические** – облигации с проспектом эмиссии, регистрируемым у регулятора.



**Биржевые** - облигации с проспектом эмиссии, регистрируемым у биржи (только для эмитентов, уже имеющих классические выпуски).



**Сукук** – мусульманские облигации, регулируемые исламским правом.



**Зеленые** – (Green bonds) облигации с обязательством эмитента вкладывать средства только в экологически чистые производства.



**Transition bond** – (транзитные) облигации с обязательством эмитента вкладывать средства в модернизацию экологически «грязных» производств.



**Greenwashing** – псевдо-«зеленые» облигации эмитентов, желающих подзаработать на буме Green bonds.

Типы  
облигаций.  
Экзотика

## Облигации с экзотическими **названиями**.



**Церковные** – облигации, эмитируемые церковными учреждениями под залог принадлежащего им имущества.



**Гендерного равенства** – облигации на поддержку женского предпринимательства.



**Авторские** – облигации под залог будущих поступлений от использования авторских прав. Создана технология Дейвидом Боуи в 1997 г. Сейчас по аналогии с Bowie bonds многие авторы реализуют похожие программы.



**Катастроф** – облигации, эмитируемые страховыми обществами под исполнение обязательств в связи с природными катастрофами. В случае наступления катастрофы номинал облигации списывается, но поскольку купонный доход очень высок, облигации пользуются спросом.



**Электоральные** – облигации, выпускаемые в Индии, для борьбы с незаконным финансированием предвыборных баталий.



**Алкобольные** – облигации, выпускаемые производителями алкоголя, купон по которым может быть выплачен пивом или виски.



**Для взрослых** – облигации, выпущенные порно-концерном Beate Uhse в 2014 г., были раскуплены стремительно без внимательного изучения инвесторами финансового состояния компании. Очень быстро, к 2016 году компания объявила дефолт и банкротство, и была реорганизована.

Типы  
облигаций.  
Сленг

## Облигации со сленговыми названиями.



**Клен-бондс** – канадские облигации.



**Кимчи-бондс** – облигации Южной Кореи.



**Плов-бондс** – облигации Узбекистана.



**Пахлава-бондс** – облигации Турции.



**Панда-бондс** – облигации Китая.



**Чингис-бондс** – облигации Монголии.



**Кардашьян-бондс** – облигации Армении.



**Бульдог-бондс** – облигации нерезидентов, эмитируемые в Великобритании.



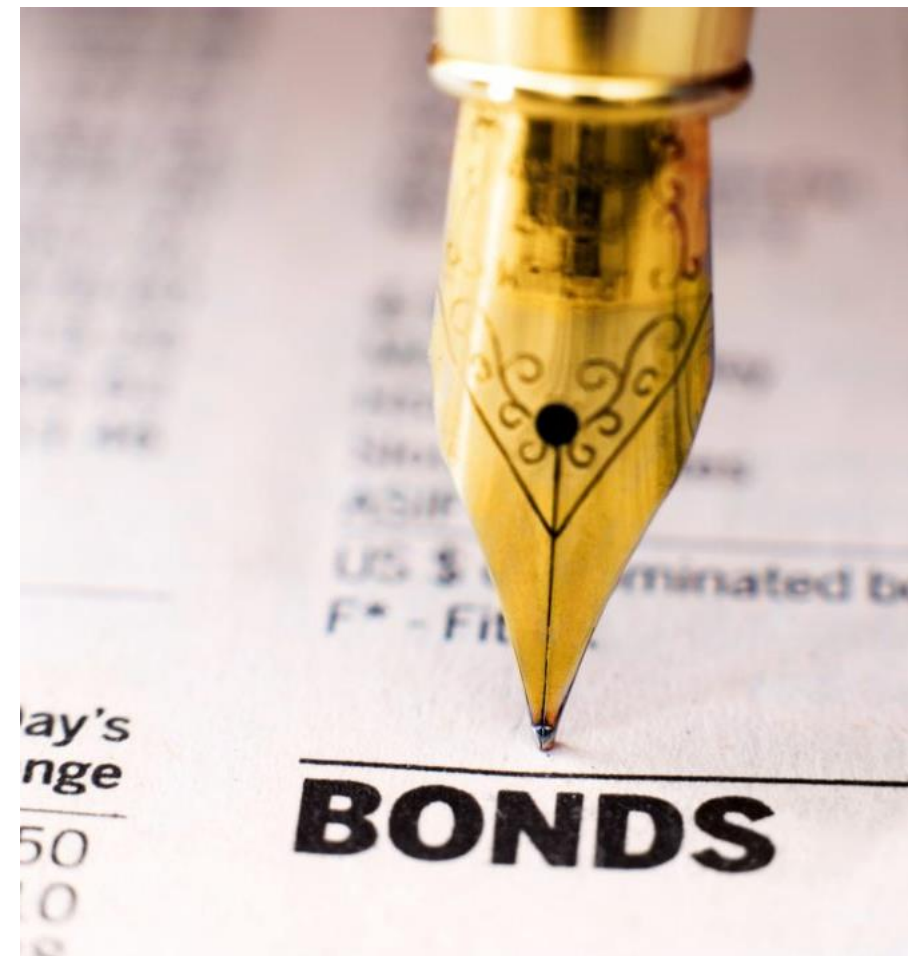
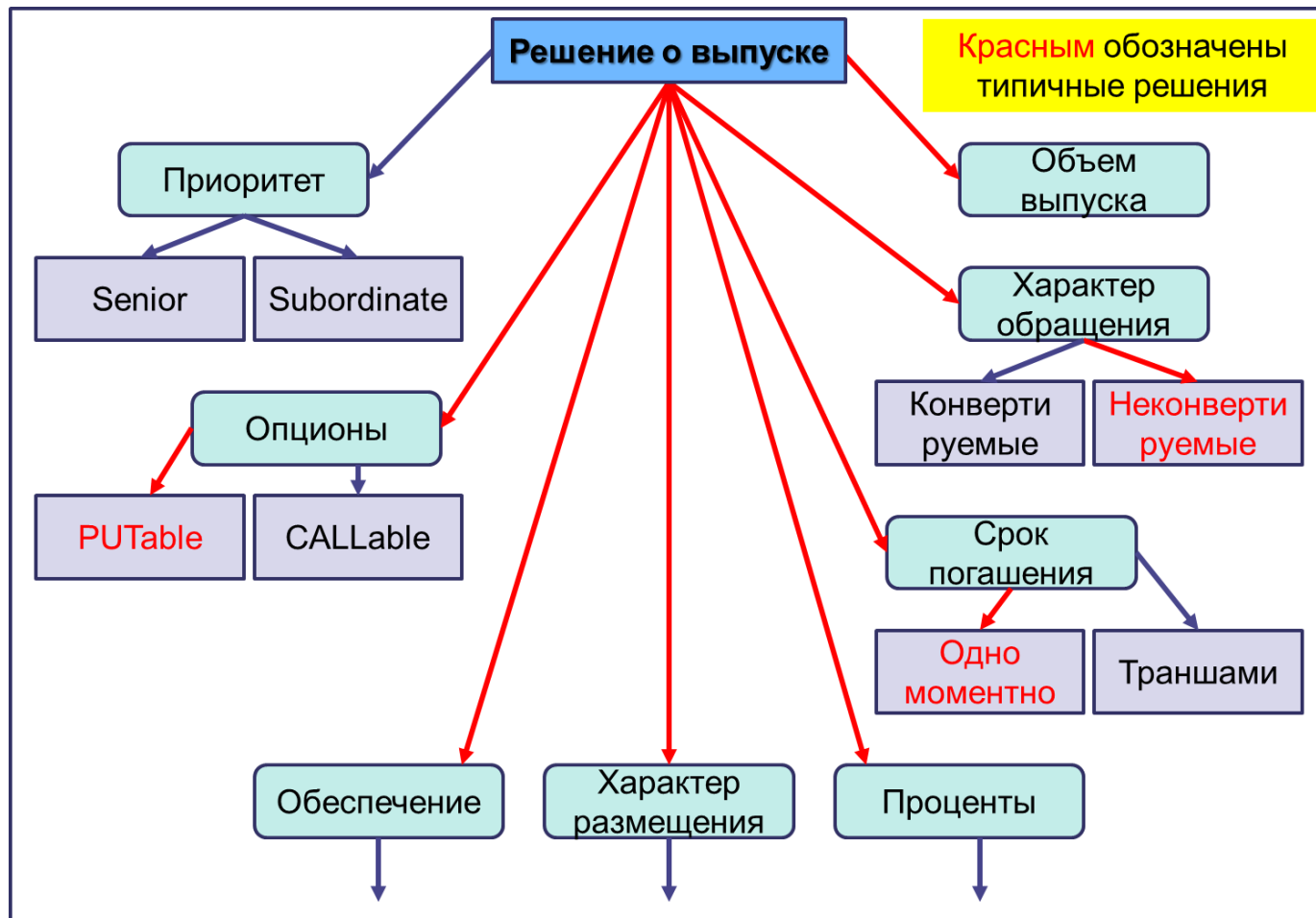
**Кенгуру-бондс** – облигации нерезидентов, эмитируемые в Австралии.



**Матрешка-бондс** – облигации нерезидентов, эмитируемые в России.

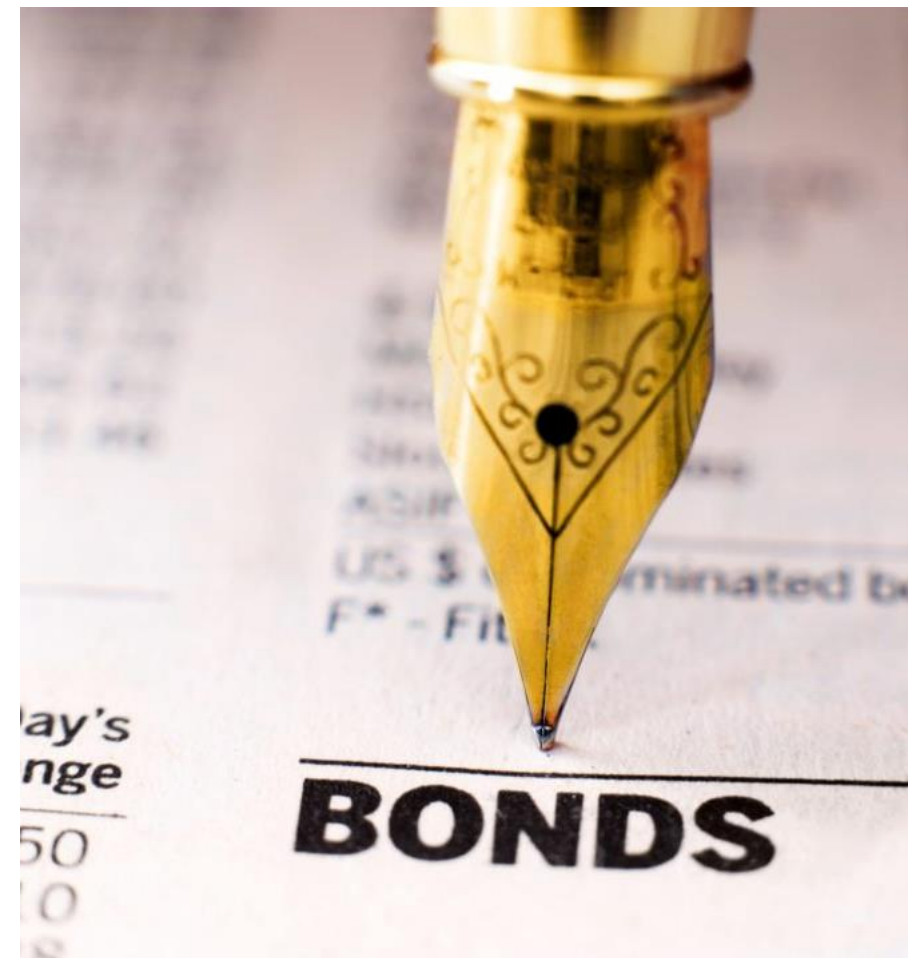
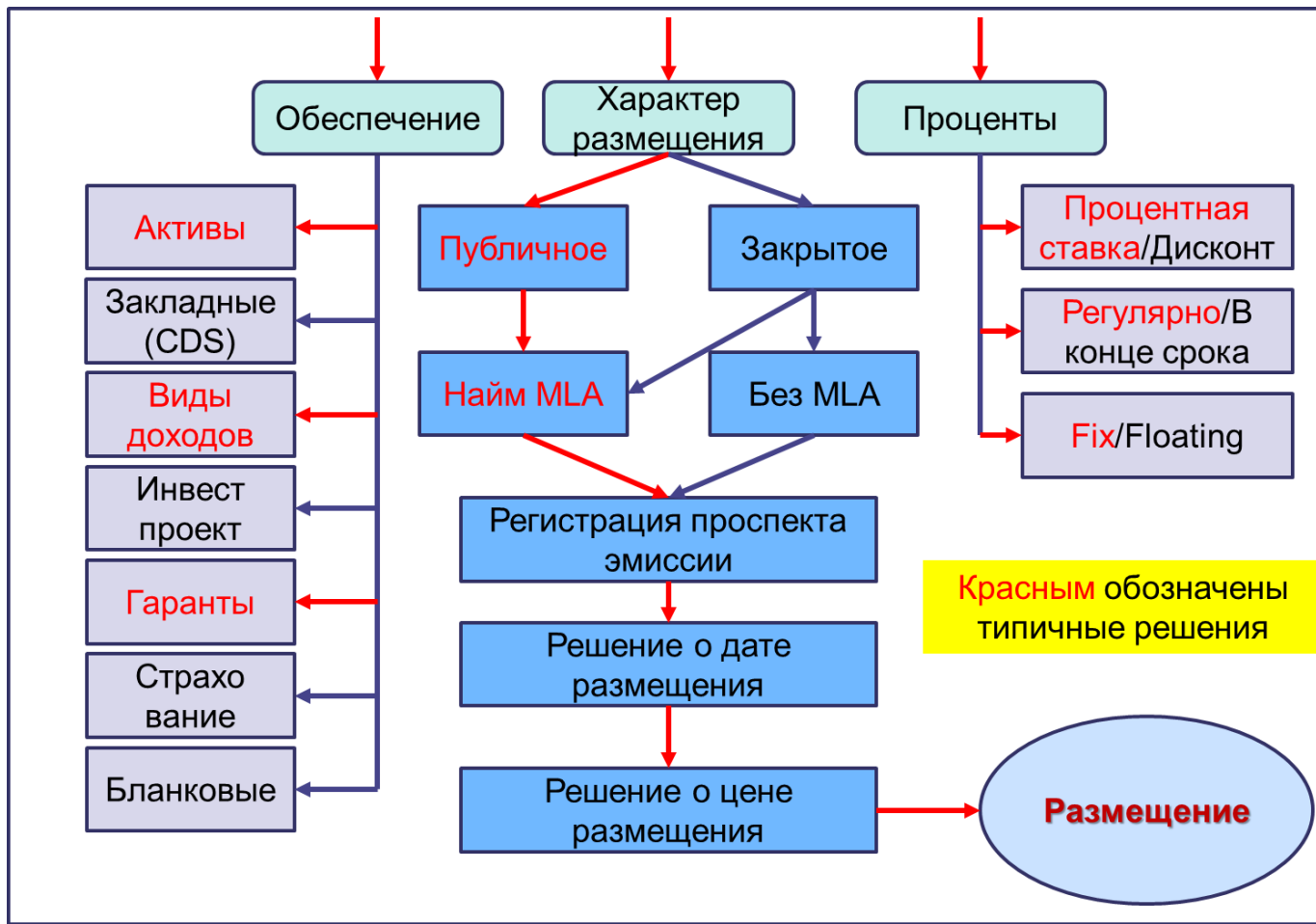


Российские ОФЗ общепринятого сленгового названия еще не получили.

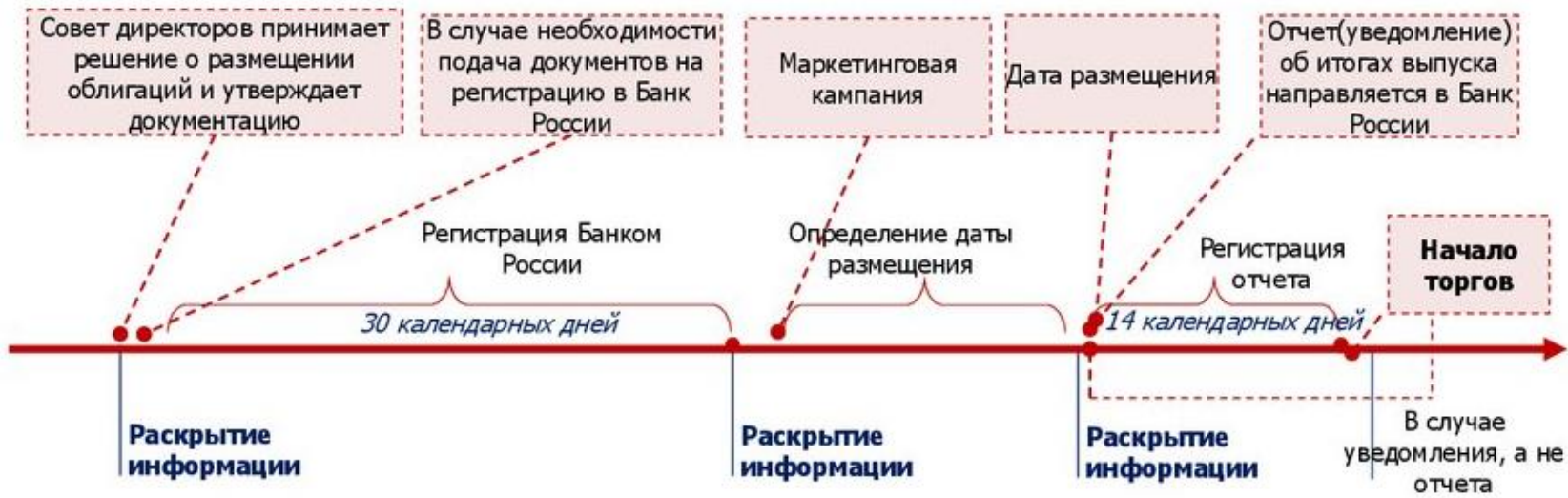


## Процедура принятия решения





# Процедура принятия решения



# Процедура размещения

## Международные рейтинги

Главное  
условие.  
Рейтинг

	Fitch	Moody's	Standard and Poor's
Достаточный уровень кредитоспособности	AAA, AA, A, BBB	Aaa, Aa, A, Baa	AAA, AA, A, BBB, BB
Недостаточный уровень кредитоспособности	BB, B	Ba, B	B, CCC, CC
Дефолт или преддефолт	CCC, CC, C, D	Caа, Ca, C	C, SD (дефолт по отдельным позициям) D, NR (non-rated)

# Международные рейтинги

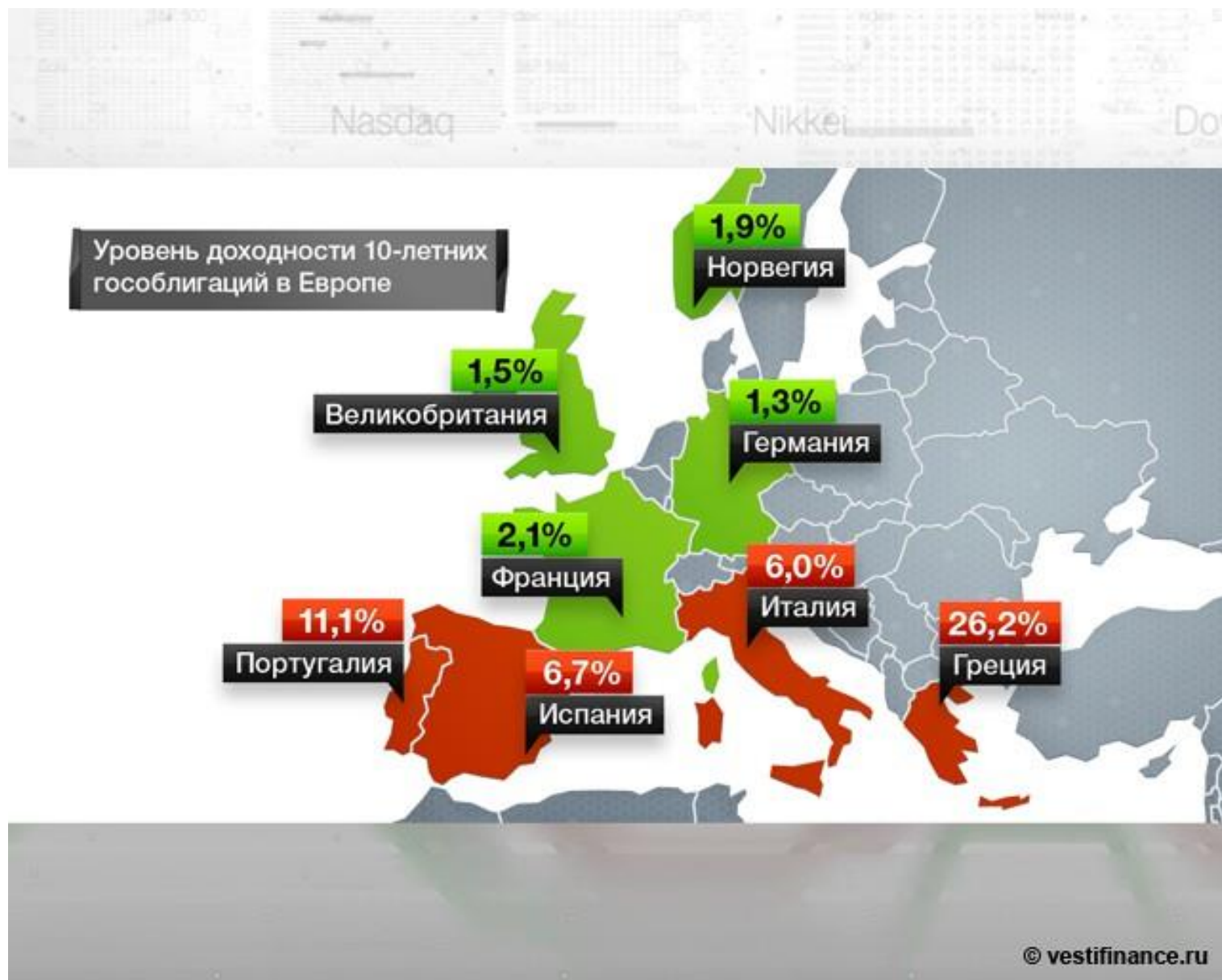
Рейтинги заимствований стран Европы (июнь 2012)





# Международные рейтинги

Ставки  
заимствований  
стран Европы  
(июнь 2012)





# Российские рейтинги

Главное  
условие.  
Рейтинг

Возможные операции	Минимальный рейтинг
Выдача ЦБ ломбардных кредитов по залог облигаций	ruA
Листинг первого уровня на Московской бирже	ruBBB+
Дисконт при формировании банками резервов под выданные ссуды	ruBB+
Размещение резервов страховых организаций	ruBB
Размещение резервов негосударственных пенсионных фондов	ruBBB+
Размещение собственных средств УК инвестиционных фондов	ruBBB+
Банки-участники схемы долевого строительства	ruA+

# Евробонды (Eurobonds)

Облигации, выпущенные в валюте, не являющейся национальной в стране эмиссии. Появились в 1963 г. в Европе, с тех пор «**Евробонд**» - обобщающее название для всех подобных ценных бумаг.

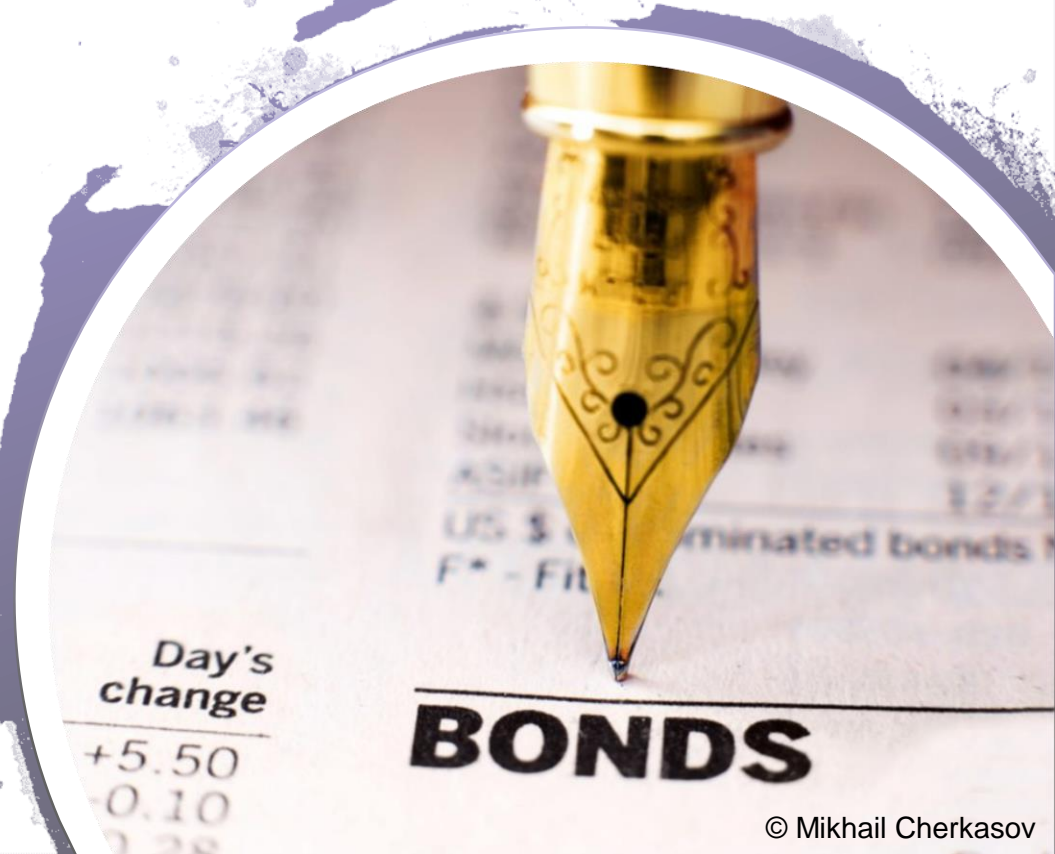
Основная схема эмиссии: эмитент открывает в стране эмиссии **SPV/SPE (Special purpose vehicle/entity)**, которое и является формальным эмитентом бумаги. Реальный эмитент является гарантом исполнения.



## LPN (Loan-participation Notes) – упрощенная форма выпуска Еврооблигаций

В редком случае «негигантская» компания выпускает Евробонд «полного формата». Чаще синдикат андеррайтеров (они же – банки-организаторы, MLA) выдает кредит под выпуск бондов (или выкупает облигации самостоятельно), а затем продает облигации в открытый рынок. Как правило, чтобы не регистрировать многочисленные выпуски LPN, регистрируется выпуск **MTN (Medium-Term Notes)**, а разовые эмиссии проводятся в виде упрощенных объявлений о каждом событии.

**Первично:** эмитент получает деньги не с рынка, а от синдиката организаторов. **Важно:** **Loan-participation Notes** – почти еврооблигации: с кредитными рейтингами, листингом на бирже, практически полноценным проспектом эмиссии.



# CLN (Credit-linked Notes) – самая простая форма выпуска Еврооблигаций

Для мелких компаний без трек-рекорда более простым является выпуск **CLN**, упрощенной формы облигаций, не требующей полного раскрытия информации, листинга, рейтингов, проспекта эмиссии. Банк выдает кредит (или выкупает выпуск облигаций страны пребывания) и перепродает участие в кредите на международном рынке. Эмитентом CLN является SPV. Процентные ставки по CLN значительно выше, чем купонный доход по облигациям эмитента аналогичного кредитного качества.

**Первично:** эмитент получает деньги не с рынка, а от банка.

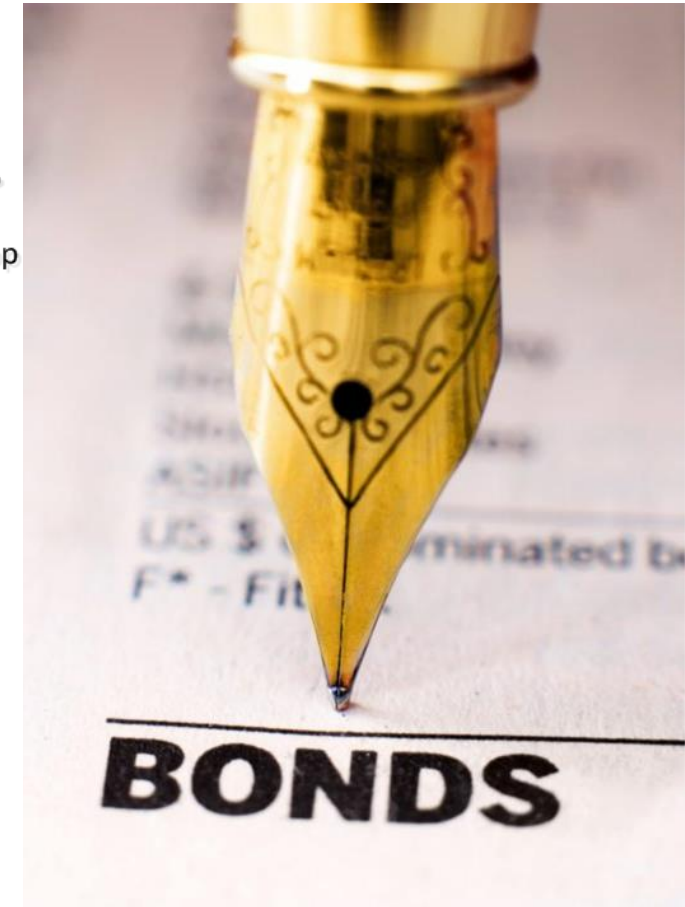
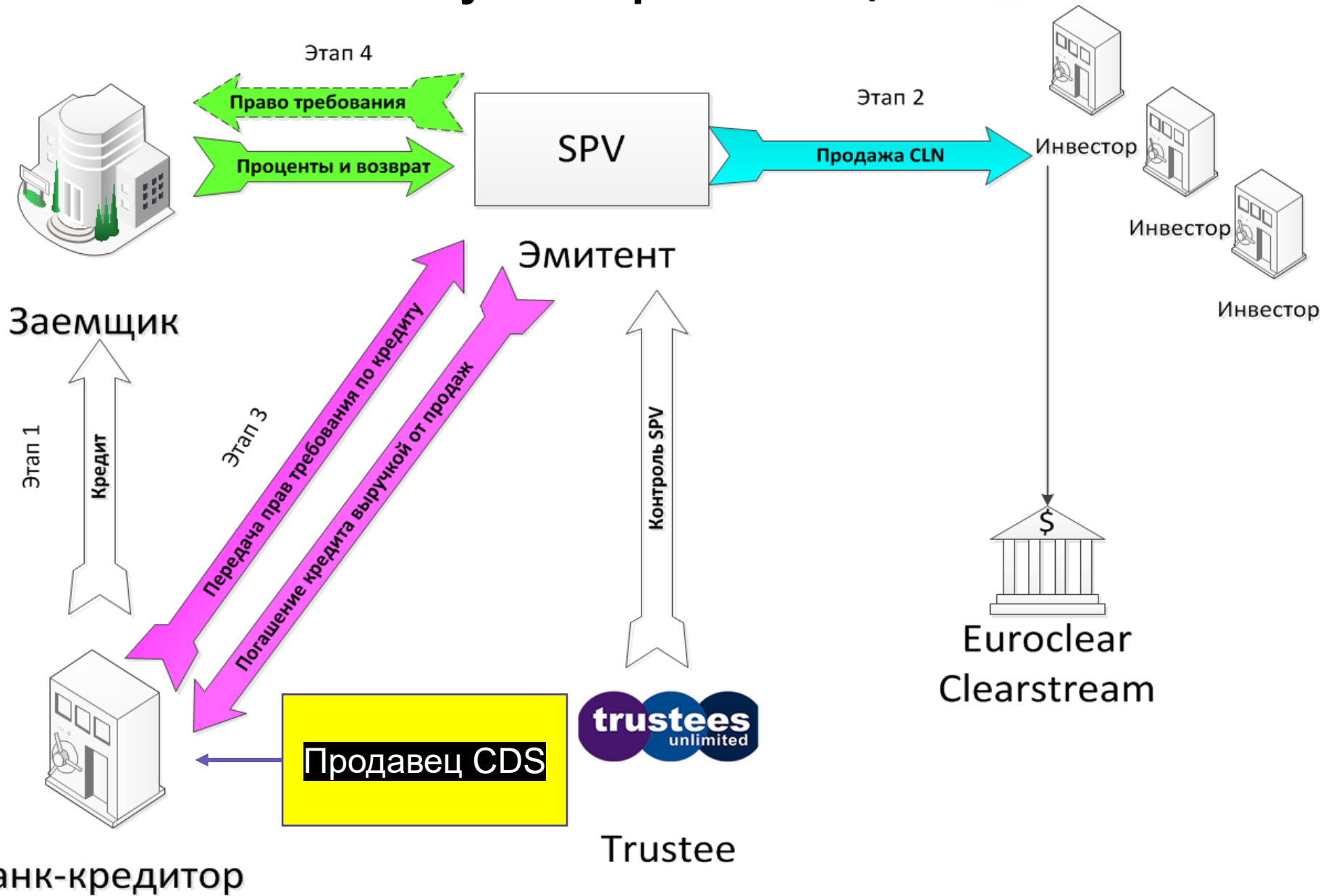
Но, в отличие от Bonds и LPNs для CLN существуют три сценария функционирования: **нормальный** (инвестор получает регулярный купонный доход и погашение всей суммы в конце срока); **с ухудшением** кредитного качества (SPV выплачивает пониженный купон), **дефолтный** (SPV выплачивает часть долга и передает инвестору права требования остального долга от непосредственного заемщика/эмитента национальных облигаций).

Таким образом, CLN является долговой ценной бумагой с встроенным **CDS (Credit Default SWAP)**.





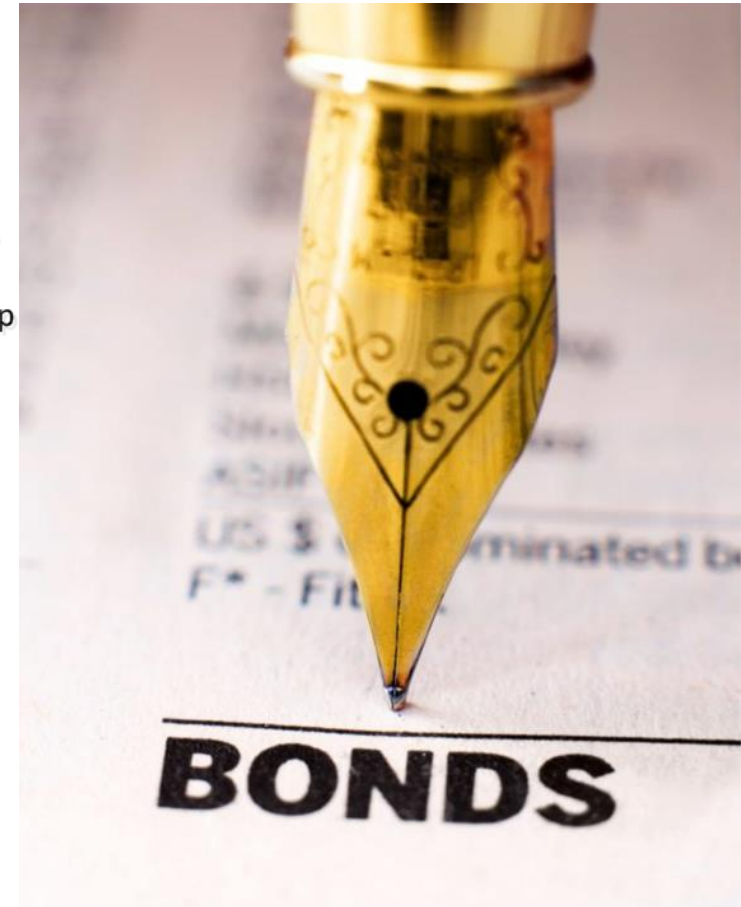
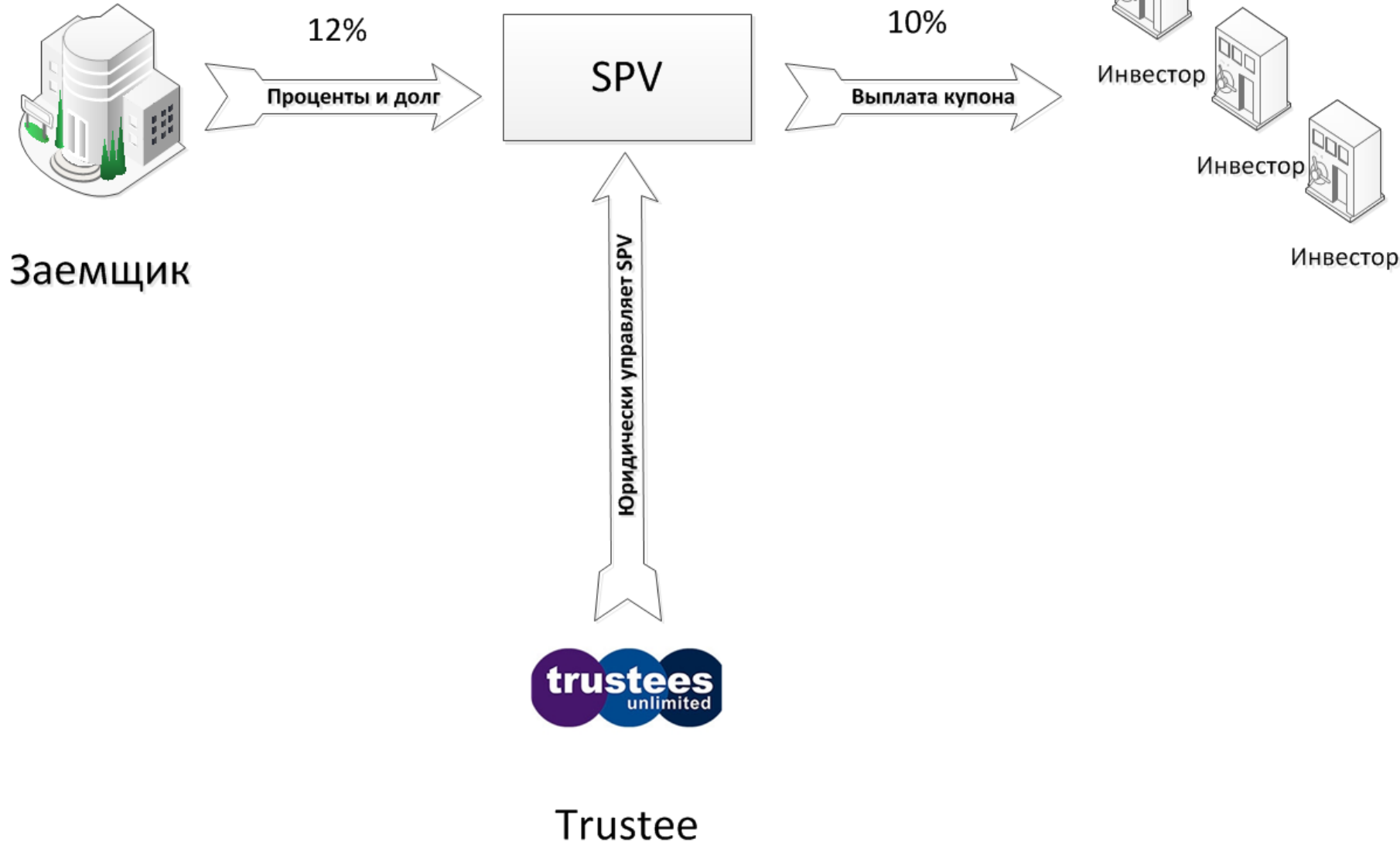
# CLN (Credit-linked Notes) – самая простая форма выпуска Еврооблигаций





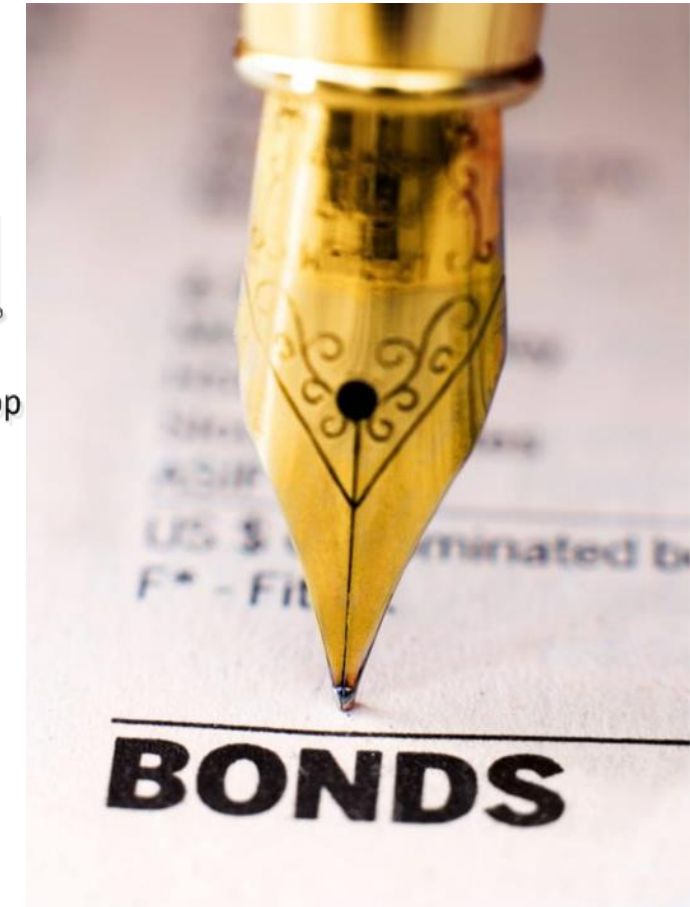
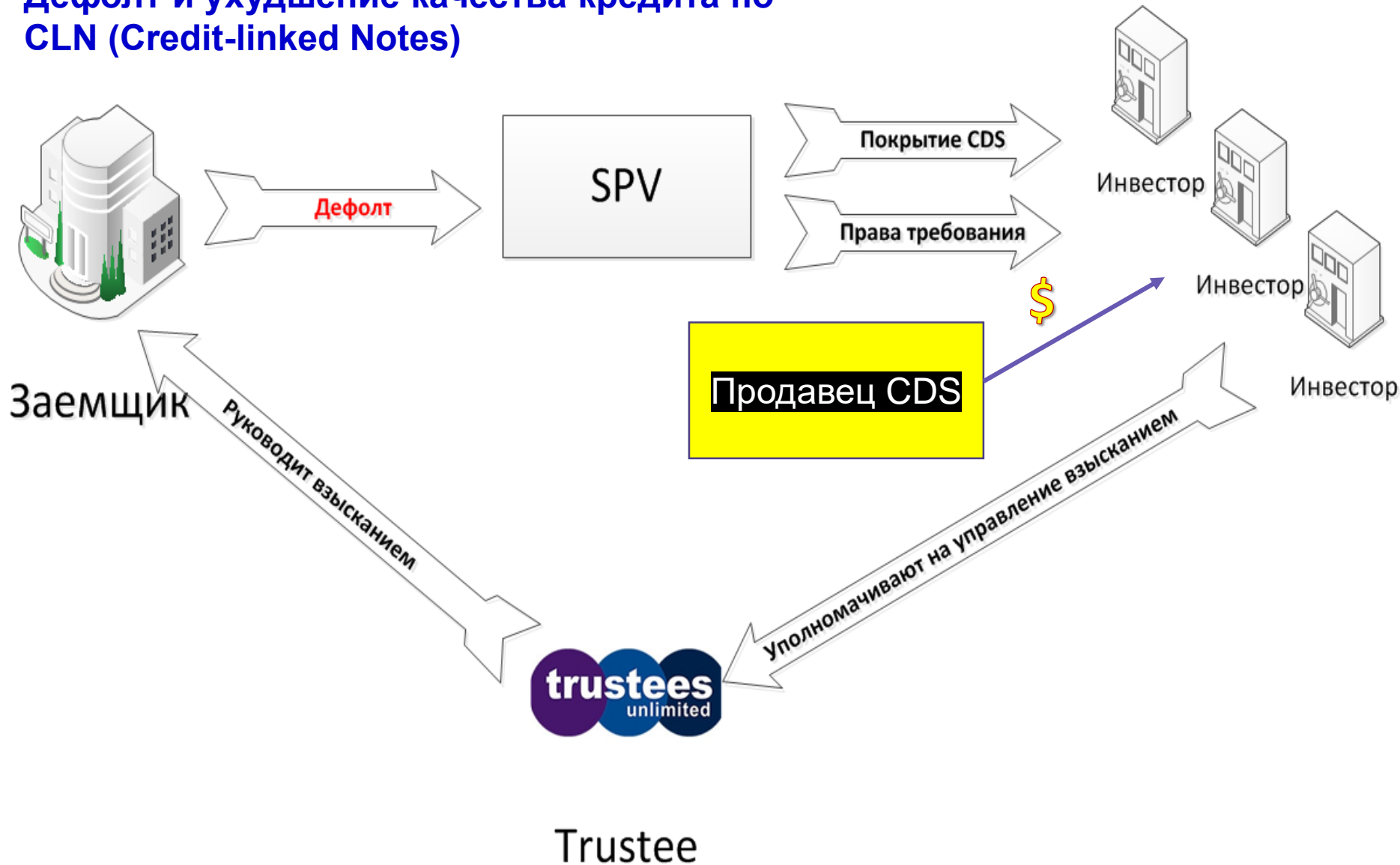
# CLN (Credit-linked Notes) – самая простая форма выпуска Еврооблигаций

## Нормальное функционирование CLN (Credit-linked Notes)



# CLN (Credit-linked Notes) – самая простая форма выпуска Еврооблигаций

## Дефолт и ухудшение качества кредита по CLN (Credit-linked Notes)





Инвестиционный международный рейтинг									
AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-
0,19%	0,57%	0,89%	1,15%	1,65%	1,85%	2,44%	3,13%	3,74%	7,26%
Спекулятивный международный рейтинг									
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CC	C
10,18%	13,53%	18,46%	22,84%	27,67%	34,98%	43,36%	48,52%	77,00%	95,00%

Вероятность дефолта по облигациям в зависимости от рейтинга эмитента.  
Сравнение Eurobonds и CLN

Сравнение ставок купона Евробондов и CLN компании Газпром (до 2014 г.):

CLN – **7,201** % годовых

Бонды – **5,625** % годовых.

Эмитент платит дополнительный процент за свой комфорт в оформлении бумаг.

Для **мелких** компаний – разница в процентных ставках существенно **выше**, круг потенциальных инвесторов значительно уже.

# SWOT-анализ Облигаций, как источника финансирования, для заемщика

## Сильные стороны

- Доступность инструмента – средняя
- Большой объем финансирования
- Абсолютная свобода в использовании средств

## Слабые стороны

- Высокие комиссии организаторов
- Долгий срок реализации проекта
- Сложные ковенанты
- Невозможность получения вейверов для любых изменений структуры компании и условий ее бизнеса

## Возможности

- Инструмент для реструктуризации многочисленных мелких кредитов банков
- Решение проблемы обеспеченности как оборотным капиталом, так и капиталом для приобретений

## Угрозы

При любом дефолте – практическая невозможность дальнейшей публичной истории



# SWOT-анализ Облигаций, как инструмента для Инвестора

## Сильные стороны

- Защищенность инвестиции приоритетом при банкротстве
- Относительно высокий, но абсолютно стабильный доход
- Прозрачность информации заемщика и постоянный мониторинг его состояния рейтинговыми агентствами

## Слабые стороны

- Невысокая ликвидность бумаги при желаемой доходности
- Долгосрочный проект

## Возможности

- Возможность формирования балансируемого портфеля ценных бумаг
- В периоды волатильности рынков акций, FOREX, производных активов рынок облигаций - самый надежный

## Угрозы

При глобальных кризисах – очень уязвимая инвестиция

