

УДК 339.7

РИСКИ ОБЛИГАЦИОННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

А. В. ЯКУНИНА,

доктор экономических наук,
профессор кафедры финансов
E-mail: alla.yackunina@yandex.ru

Ю. В. СЕМЕРНИНА,

кандидат экономических наук,
доцент кафедры финансов
E-mail: ysemernina@yandex.ru
Саратовский государственный
социально-экономический университет

В статье исследуются риски облигационного финансирования с позиции эмитентов, инвесторов и профессиональных посредников. Авторами делается вывод о том, что, несмотря на неравномерность распределения, риски, связанные с размещением и обращением облигаций, влияют на всех участников рынка облигаций.

Ключевые слова: риск, размещение облигаций, обращение облигаций, эмитент, инвестор, профессиональный посредник.

Привлекательность облигационного финансирования и стоимость привлечения соответствующего источника капитала во многом определяются рисками, с которыми сталкиваются участники данного процесса. В отечественной и зарубежной научной литературе вопросам рассмотрения рисков участников рынка облигаций уделяется недостаточно внимания, при этом вопрос распределения рисков между участниками рынка исследователями вообще не поднимается. Традиционно риски на рынке облигаций рассматриваются с позиции инвестора, приобретающего долговые инструменты для включения в состав своего инвестиционного портфеля, при этом рискам, возникающим у эмитента при

привлечении облигационного финансирования и рискам профессионального посредника, осуществляющего, в частности, размещение облигаций, внимания практически не уделяется.

Широкое распространение подобного подхода к исследованию и анализу рисков облигационного финансирования обусловлено и тем, что нередко сами облигации рассматриваются как финансовый инструмент, характеризующийся низким уровнем риска [1, 4].

Распределение рисков при использовании данного вида финансирования между участниками рынка характеризуется высокой степенью неравномерности. По мнению авторов, при облигационном финансировании она выражается в том, что значительная часть рисков принимается на себя эмитентами и инвесторами, а для профессиональных посредников риски облигационного финансирования можно считать достаточно низкими. В пользу справедливости данного тезиса свидетельствуют несколько фактов.

Во-первых, масштабность и значимость рисков данного вида финансирования для эмитента и инвестора значительно выше, чем для профессионального посредника. Так, например, неисполнение

эмитентом обязательств по облигационному выпуску может привести к потере инвестором всего капитала, вложенного в облигационный выпуск, а для эмитента подобная ситуация чревата судебными исками и дальнейшим банкротством, при этом посредники, работающие на облигационном рынке, подобных критических рисков не несут.

Во-вторых, риски облигационного финансирования присущи эмитенту и инвестору в течение всего периода обращения облигаций (с момента размещения долговых бумаг до момента их погашения), в то время как для посредника основные риски связаны непосредственно с моментом размещения облигаций.

В-третьих, характер рисков, принимаемых на себя участниками рынка, значительно отличается. Для эмитента ключевые риски облигационного финансирования связаны со стоимостью привлечения заемного капитала, его объемом и срочностью исполнения обязательств. Для инвестора риски связаны с эффективностью вложения капитала (прежде всего доходностью и потенциальным размером убытков), для посредника – с успешностью размещения облигаций и выбранным механизмом выплаты вознаграждения.

В-четвертых, с точки зрения достижения поставленных целей профессиональный посредник находится в более выгодном положении по сравнению с эмитентом и инвестором. Вне зависимости от результатов размещения облигационного выпуска он получает определенное вознаграждение (достигается цель получения прибыли), в то время как эмитент и инвестор своих целей могут и не достигнуть (например, эмитент может не привлечь необходимый капитал, а инвестор – не получить планируемую доходность).

Таким образом, неравномерность распределения рисков носит объективный характер и объясняется тем, что сама экономическая природа рисков, вероятность и последствия реализации (масштабность, тяжесть, продолжительность воздействия), степень влияния на деятельность участников рынка будут значительно отличаться для инвесторов, эмитентов и профессиональных посредников на рынке ценных бумаг.

В научной литературе доминирует подход к оценке рисков на облигационном рынке с позиций инвестора, при этом в работах российских исследователей систематизированного подхода к рискам облигационного финансирования авторам найти не

удалось. В рамках сложившегося подхода наиболее полной классификацией рисков, связанных с инвестициями в облигации, является классификация, представленная в работах Ф. Дж. Фабоцци, в основу которой были положены характер и степень влияния отдельных факторов (рисков) на доходность инвестирования на облигационном рынке. По мнению Ф. Дж. Фабоцци, с точки зрения инвестора целесообразно выделять следующие виды рисков, характерных для облигационного рынка [5]:

- риск, связанный с процентными ставками;
- риск, связанный с реинвестициями;
- риск, связанный с колл-опционами;
- кредитный риск;
- риск инфляции;
- риск, связанный с курсами валют;
- риск ликвидности;
- риск волатильности;
- риск недооценки возможных потерь (риск риска)¹.

Представленная классификация рисков ориентирована на зарубежные рынки облигаций, прежде всего на американский рынок долговых инструментов, поэтому она не учитывает специфических особенностей российского облигационного рынка. В связи с этим, по мнению авторов, она требует критического осмысления и анализа, а также оценки существенности тех или иных видов риска для участников облигационного рынка. Так как систематизированного подхода к рискам облигационного финансирования, характерным для эмитента облигаций и профессионального посредника, представленного в виде группировки или классификации рисков, в научной литературе обнаружить не удалось, то предлагается авторский подход к данной проблеме, заключающийся в выделении двух групп рисков участников процесса облигационного финансирования: *рисков, связанных с размещением облигаций* и *рисков, связанных с обращением облигаций* (см. рисунок).

Кардинальным отличием первой группы рисков от второй является зависимость их реализации от фактического соотношения спроса и предложения в момент размещения облигаций, при этом реализация рисков, связанных с обращением облигаций, в большей степени обусловлена особенностями облигации как финансового инструмента. Таким образом, первая группа рисков облигационного финансирования будет характеризоваться высоким уровнем кон-

¹ В работах Ф. Дж. Фабоцци используется термин «риск риска».

центрации во времени и небольшим количеством рисков, а вторая группа будет отличаться распределенностью во времени и достаточно большим количеством рисков.

Так, например, *риск несбалансированности спроса и предложения*

заключается в возможности возникновения дисбаланса между спросом и предложением при размещении облигационного выпуска. Теоретически, в идеальной ситуации, величина спроса должна быть равна величине предложения – только в этом случае все участники рынка облигаций достигнут своих целей (эмитент полностью разместит облигационный выпуск, инвестор приобретет облигации в необходимом ему количестве, а профессиональный посредник получит вознаграждение в полном объеме). Очевидно, что на практике при размещении облигационного выпуска подобный идеальный баланс спроса и предложения достигается далеко не всегда. Если при размещении облигаций предложение долговых бумаг превышает спрос на них, то не исключено, что эмитент не сможет разместить облигационный выпуск в полном объеме. В зависимости от величины дисбаланса между спросом и предложением этот риск может выразиться двояко:

- если спрос на облигации отсутствует в принципе (подобные ситуации складывались при размещении корпоративных облигационных выпусков в период острой фазы финансового кризиса в 2008–2009 гг.), то имеет место неразмещение облигационного выпуска (это означает, что в текущий момент времени эмитент не может привлечь заемные средства на облигационном рынке);
- если спрос на облигации присутствует, но его общий объем меньше номинального объема выпуска, то имеет место частичное размещение выпуска (эмитент может привлечь заемный капитал, но не в полном объеме).

При возникновении ситуации, когда спрос со стороны инвесторов присутствует, однако его совокупный объем меньше номинального объема выпуска, эмитент может принять одно из двух ре-



Риски облигационного финансирования

шений: вообще отказаться от размещения выпуска или осуществить его частичное размещение.

Дисбаланс со стороны предложения не благоприятен и для профессионального посредника. Дело в том, что в отечественной практике вознаграждение профессиональных посредников состоит из двух компонентов:

- фиксированной составляющей, которая выплачивается эмитентом посреднику вне зависимости от результатов размещения облигаций;
- нефиксированной составляющей (нередко ее называют «плавающей» или «бонусной» частью), величина которой непосредственно зависит от результатов размещения долговых обязательств.

В свою очередь бонусная часть вознаграждения посредника также имеет две составляющие: вознаграждение, зависящее от объема размещения выпуска, и вознаграждение, зависящее от стоимости привлечения заемного капитала эмитентом. Как правило, вознаграждение, зависящее от объема размещения выпуска, выплачивается эмитентом посреднику пропорционально фактическому объему размещения, т. е. при размещении 70 % выпуска облигаций посредник получит 70 % соответствующего вознаграждения. Следует отметить, что

величина фиксированной составляющей (без учета бонусной части) обеспечивает профессиональному посреднику приемлемый уровень рентабельности, поэтому, рассматривая риски посредника, связанные с размещением облигаций, надо учитывать, что для него они выражаются в размере недополученной прибыли.

При возникновении дисбаланса со стороны спроса (спрос превышает предложение) в неблагоприятной ситуации оказывается инвестор, так как он может либо вообще не приобрести облигации (например, заявки удовлетворяются в зависимости от времени их подачи), либо приобрести их не в полном объеме (при пропорциональном удовлетворении заявок). В любом случае при реализации данного риска эффективность инвестирования в облигации будет ниже, так как инвестор будет вынужден приобретать недостающий объем облигаций на рынке или рассматривать альтернативный вариант инвестирования.

Риск несоответствия ожидаемой и фактической доходности по облигации, связанный с размещением облигаций, состоит в неоднородности ожиданий относительно доходности размещаемого облигационного выпуска для всех участников рынка, так как эмитент и посредник заинтересованы в минимизации стоимости привлекаемого капитала, а инвестор – в максимизации доходности. В большинстве случаев при размещении облигаций профессиональный посредник определяет так называемый ориентир по доходности, который представляется в интервальном виде и может рассматриваться в качестве ожидаемой доходности со стороны эмитента.

Например, ориентир по доходности к погашению биржевых облигаций ОАО «АИКБ «Татфондбанк» (Татфондбанк, БО-05), размещаемых 10.04.2012, составлял 11,30–11,57% годовых (фактическая доходность при размещении составила 11,32% годовых) [3].

В совпадениях ожиданий по доходности эмитентов и инвесторов данный риск не реализуется, однако при их расхождении облигации могут быть размещены с доходностью как большей, так и меньшей относительно ориентира, установленного профессиональным посредником. Если доходность по долговым бумагам, сложившаяся в результате анализа всех заявок, поданных на приобретение облигаций в процессе их размещения, превышает ориентир по доходности, то для эмитента данный

риск выражается или в привлечении заемного капитала по более высоким ставкам, или в отказе от размещения облигационного выпуска (фактически при размещении облигаций эмитент неадекватно оценил (недооценил) риски). Дело в том, что при размещении купонных облигаций общепринятой практикой (как в России, так и на зарубежных рынках) является размещение облигаций по номинальной стоимости, однако при этом активно применяется так называемый конкурс по ставке купона. Он выражается в том, что при размещении облигаций каждый инвестор указывает конкретную (ожидаемую или желаемую) величину купонной ставки. Если установленная по итогам анализа всех поданных заявок ставка купона оказывается равна или выше ставки, указанной конкретным инвестором, то его заявка удовлетворяется (соответственно, инвестор приобретает облигации), в противном случае заявка не удовлетворяется.

Таким образом, по результатам анализа всех поданных заявок на приобретение облигаций в процессе их размещения возможно возникновение ситуации, когда ставка, указанная в заявках, будет выше ставки, по которой эмитент рассчитывал привлечь заемный капитал на рынке облигаций. Однако и в этом случае у эмитента долговых обязательств есть альтернатива: он может отказаться от размещения выпуска (если требуемая инвесторами ставка является очень высокой) или все же разместить долговые бумаги (если требуемая ставка купона незначительно отличается от ставки, под которую планировал привлечь ресурсы эмитент).

В некоторых случаях эмитент может осуществить частичное размещение облигаций даже в условиях достаточного спроса на долговые бумаги со стороны инвесторов, стремясь минимизировать стоимость привлекаемого заемного капитала. В этом случае эмитент будет удовлетворять не все заявки, поданные инвесторами, а только те, в которых указана определенная величина купонной ставки. Например, при размещении долговых инструментов эмитент рассматривает в качестве максимально допустимой ставки купона по купонным облигациям 9% годовых. Если при размещении облигаций с использованием конкурса по ставке купона совокупный объем заявок инвесторов, предполагающий установление ставки на уровне не более 9%, равен или превышает номинальный объем выпуска, то эмитент размещает облигации в полном объеме. Если же объем заявок инвесторов по желательной

для эмитента ставке купона недостаточен (меньше номинального объема выпуска), то эмитент может осуществить частичное размещение облигаций.

С позиций профессионального посредника доходность облигаций к погашению непосредственно влияет исключительно на вторую составляющую «бонусного» вознаграждения, а именно на вознаграждение, зависящее от стоимости привлечения заемного капитала эмитентом. Стандартная практика выплаты вознаграждения предполагает, что посредник получает от 5 до 15 % от совокупной величины экономии, полученной эмитентом на сумме процентных платежей.

Для инвестора риск несоответствия доходностей по облигации реализуется в том случае, если ожидаемая им доходность оказывается выше фактически сложившейся (например, инвестор ожидал доходность по облигации на уровне 10 % годовых, а она сложилась на уровне 9,3 % годовых). В этом случае можно говорить о том, что инвестор переоценил риски, связанные с облигационным выпуском и в результате стал владельцем долгового инструмента, характеризующегося меньшей величиной денежного потока (по сравнению с его ожидаемым уровнем).

При выделении группы рисков, связанных с обращением облигаций, авторы оттолкнулись от классификации рисков, связанных с инвестированием в облигации, предложенной Ф. Дж. Фабоцци, уточнив и расширив возможность ее применения ко всем участникам отечественного облигационного рынка с учетом его специфики. Так, *риск облигационного финансирования, связанный с процентными ставками* (нередко он называется «процентным риском» или «ценовым риском»), выражается в том, что изменение цен облигаций происходит в направлении, обратном изменению среднего уровня процентных ставок, т. е. в условиях роста процентных ставок цены облигаций падают, а в условиях снижения ставок – растут. Кроме того, при росте процентных ставок в экономике увеличивается и доходность облигаций, а при их снижении доходность облигаций падает. Данную зависимость цен облигаций от изменения процентных ставок можно рассмотреть на условном примере, анализируя семилетнюю облигацию с фиксированной ставкой купона, равной 10 % годовых (для упрощения математических расчетов и повышения наглядности примера предполагается, что купон по облигациям выплачивается один раз в год), до погашения которой осталось пять. В момент

эмиссии облигации уровень процентных ставок был равен 10 % (табл. 1).

С теоретической точки зрения зависимость цен облигаций от уровня процентных ставок можно объяснить тем, что изменение процентных ставок приводит к изменению требуемого инвесторами уровня доходности. Наиболее наглядно этот принцип можно проиллюстрировать на примере коммерческих банков, являющихся одними из наиболее крупных и активных участников облигационного рынка. Для коммерческих банков рост процентных ставок означает увеличение средней стоимости фондирования, поэтому требуемый уровень доходности для них будет увеличиваться пропорционально данному показателю. Так, при средней стоимости фондирования банка, равной 5 % годовых, он может приобретать облигации с доходностью 8 % годовых (чистая процентная маржа банка составит 3 %). При увеличении стоимости фондирования до 6,5 % требуемый уровень доходности банка увеличится до 9,5 % (только при таком значении доходности облигаций чистая процентная маржа останется на прежнем уровне – 3 %). При условии сохранения чистой процентной маржи на одном и том же уровне требуемый уровень доходности будет изменяться пропорционально росту процентных ставок и для остальных категорий инвесторов, работающих на облигационном рынке.

Эффект изменчивости цен проявляется тем сильнее, чем больший срок до погашения имеет облигация: при прочих равных условиях изменчивость цен краткосрочных облигаций будет значительно меньше изменчивости цен долгосрочных облигаций (табл. 2).

Таблица 1

Динамика цены купонной облигации при изменении процентных ставок (срок до погашения облигации – 5 лет, ставка купона – 10 % годовых), % от номинальной стоимости

Уровень процентных ставок	Цена облигации
5	121,65
6	116,85
7	112,3
8	107,99
9	103,89
10	100
11	96,3
12	92,79
13	89,45
14	86,27
15	83,24

Таблица 2

**Динамика цены купонных облигаций с различными сроками до погашения
при изменении процентных ставок (ставка купона – 10 % годовых),
% от номинальной стоимости**

Уровень процентных ставок	Срок до погашения				
	1 год	3 года	5 лет	7 лет	9 лет
5	104,76	113,62	121,65	128,93	135,54
6	103,77	110,69	116,85	122,33	127,21
7	102,8	107,87	112,3	116,17	119,55
8	101,85	105,15	107,99	110,41	112,49
9	100,92	102,53	103,89	105,03	106
10	100	100	100	100	100
11	99,1	97,56	96,3	95,29	94,46
12	98,21	95,2	92,79	90,87	89,34
13	97,35	92,92	89,45	86,73	84,61
14	96,49	90,71	86,27	82,85	80,21
15	95,65	88,58	83,24	79,2	76,14

Помимо срока до погашения (или до оферты) на изменчивость цен облигаций значительное влияние оказывает ставка купона, установленная по облигационному выпуску. Наиболее чувствительны к изменению процентных ставок дисконтные облигации, при этом влияние данного фактора на облигации, по которым установлена высокая процентная ставка, значительно слабее (табл. 3).

Для эмитента важность риска, связанного с изменением процентных ставок, зависит от того, являются ли купонные выплаты по облигациям фиксированными или нефиксированными. Если облигационный выпуск предполагает нефиксированный характер купонных выплат, то стоимость привлечения заемного капитала для эмитента будет изменяться с небольшим временным лагом вслед за изменением среднего уровня процентных ставок в экономике (соответственно, при росте ставок

стоимость заемного капитала будет увеличиваться, а при снижении ставок – уменьшаться). Если же облигационный выпуск предусматривает фиксированный характер купонных выплат, то эмитент уже не сможет изменить стоимость привлеченного капитала (вне зависимости от направления изменения процентных ставок). Тем не менее в зависимости от финансового состояния и уровня платежеспособности эмитент имеет возможность повлиять на стоимость привлечения заемного капитала на облигационном рынке, т. е. в условиях роста процентных ставок он может провести частичный или полный выкуп облигаций с рынка (цена облигаций в этот момент будет ниже номинальной стоимости), а в условиях снижения процентных ставок возможно размещение дополнительного облигационного выпуска (за счет этого достигается снижение средней стоимости привлечения

Таблица 3

**Динамика цены купонных облигаций с различными ставками купона
при изменении процентных ставок (срок до погашения – 5 лет),
% от номинальной стоимости**

Уровень процентных ставок	Ставка купона				
	0	5	10	15	20
5	78,35	100	121,65	143,29	164,94
6	74,73	95,79	116,85	137,91	158,97
7	71,3	91,8	112,3	132,8	153,3
8	68,06	88,02	107,99	127,95	147,91
9	64,99	84,44	103,89	123,34	142,79
10	62,09	81,05	100	118,95	137,91
11	59,35	77,82	96,3	114,78	133,26
12	56,74	74,77	92,79	110,81	128,84
13	54,28	71,86	89,45	107,03	124,62
14	51,94	69,1	86,27	103,43	120,6
15	49,72	66,48	83,24	100	116,76

ресурсов, так как новый выпуск будет размещен под более низкую доходность).

При рассмотрении данного риска облигационного финансирования следует отметить, что его значимость для инвестора непосредственно зависит от стратегии, реализуемой им на облигационном рынке. В самом общем виде все стратегии, применяемые инвесторами, можно разделить на две большие группы:

- 1) предполагающие владение облигациями вплоть до погашения (оферты);
- 2) не предполагающие владение облигациями до погашения (оферты).

Если инвестор реализует стратегию, относящуюся к первой группе (вне зависимости от момента включения облигации в инвестиционный портфель), то при условии исполнения эмитентом обязательств по облигационному выпуску в полном объеме значимость данного риска для него минимальна, так как вне зависимости от колебаний рыночных котировок облигаций их погашение осуществляется по номинальной стоимости. При реализации стратегии, относящейся ко второй группе, значимость данного фактора для инвестора возрастает, причем, чем меньший срок владения предполагает инвестиционная стратегия, тем более значимым является данный вид риска.

Для профессионального посредника риск процентных ставок оказывает только косвенное влияние. При резком росте процентных ставок совокупный спрос на заемные ресурсы снизится (следовательно, снизится количество размещаемых облигационных выпусков и доходы посредника), а при их резком падении спрос на данный вид финансирования возрастет, что положительно сказывается на доходах посредника. Незначительные колебания среднего уровня процентных ставок для посредника несущественны.

Риск, связанный с реинвестированием заключается в том, что эффективность инвестиционных стратегий, применяемых на рынке облигаций, в значительной степени зависит от результативности реинвестирования текущих доходов, получаемых инвестором по облигациям. По мнению авторов, риск реинвестирования актуален исключительно для инвестора и не играет роли для эмитента и посредника, так как они не являются держателями облигаций и не сталкиваются с необходимостью реинвестирования текущих доходов. Дело в том, что доход инвестора, получаемый при работе на

облигационном рынке, может быть представлен в виде нескольких слагаемых, в частности:

- доход от изменения цены облигации, возникающий в том случае, если инвестор приобрел ее по цене ниже номинальной стоимости и дождался погашения данного инструмента, или как разница цен покупки и продажи облигаций;
- купонные платежи, предусмотренные эмиссионными документами и регулярно выплачиваемые эмитентом владельцу облигаций;
- доходы от реинвестирования.

При формировании среднесрочных и долгосрочных инвестиционных портфелей частные и институциональные инвесторы сталкиваются с необходимостью реинвестирования как купонных платежей, так и номинальной стоимости облигаций (при полном или частичном погашении облигационного выпуска).

На развитых облигационных рынках, по мнению авторов, эффективность реинвестирования определяется двумя ключевыми характеристиками: средним уровнем процентных ставок, сложившимся на рынке долговых инструментов в момент реинвестирования, и стратегией реинвестирования доходов. Влияние среднего уровня процентных ставок на результаты реинвестирования заключается в следующем:

- 1) если в момент реинвестирования средний уровень процентных ставок будет ниже, чем в момент приобретения облигаций инвестором, то доходность, получаемая при реинвестировании, будет ниже доходности облигации в момент ее приобретения;
- 2) в условиях равенства процентных ставок в момент реинвестирования и в момент приобретения облигаций будет соблюдаться паритет указанных выше доходностей;
- 3) при более высоком уровне ставок в момент реинвестирования доходность, получаемая при реинвестировании, будет выше доходности облигации в момент ее приобретения.

Таким образом, доходность, ожидаемая инвестором в момент приобретения облигации, совпадет с фактическим уровнем доходности только в случае сохранения среднего уровня процентных ставок неизменным в течение всего периода владения ценной бумагой, а во всех остальных случаях величина ожидаемой и фактической доходности может существенно отличаться.

Не менее важной характеристикой, определяющей эффективность реинвестирования, является его

стратегия, которая разрабатывается и реализуется каждым инвестором индивидуально (в частности, в зависимости от его отношения к риску). Очевидно, что стратегия реинвестирования текущих доходов может быть как идентична стратегии, применяемой при первоначальном формировании облигационного портфеля, так и в значительной степени отличаться от нее. Однако при всем многообразии стратегий реинвестирования инвестор должен принять решение, касающееся срочности приобретаемых при реинвестировании облигаций: в среднем она может быть меньше срочности основного инвестиционного портфеля, равна ей или больше нее. Если срочность приобретаемых бумаг меньше срочности основного портфеля, то их доходность будет ниже доходности портфеля в силу временной структуры процентных ставок, однако они будут практически не подвержены влиянию колебаний рыночной конъюнктуры, а при большей длительности покупаемых бумаг возникнет прямо противоположная ситуация. При одинаковой срочности облигаций, включенных в состав основного портфеля, и облигаций, приобретаемых при реинвестировании текущих доходов, их колебания, вызванные влиянием рыночных факторов, будут идентичными.

В отношении отечественного облигационного рынка, относящегося к развивающимся рынкам, авторам представляется необходимым указать еще одну характеристику, влияющую на риск реинвестирования – наличие на облигационном рынке ценных бумаг, удовлетворяющих требованиям стратегии реинвестирования. На развитых рынках данная проблема не является актуальной в связи с большим количеством облигаций, представленных на долгом рынке, однако, по мнению авторов, она весьма характерна для российского рынка. В качестве условного примера можно рассмотреть стратегию реинвестирования текущих доходов, предполагающую приобретение исключительно субфедеральных облигаций,² погашающихся в июне – августе 2012 г. (табл. 4).

Результаты, представленные в табл. 4, весьма наглядно иллюстрируют «узость» отдельных сегментов отечественного облигационного рынка. В частности, если инвестор хочет инвестировать в субфедеральные бумаги, погашающиеся в июне 2012 г., то у него есть альтернатива (он может выбирать из 4 выпусков облигаций), при этом в июле

Таблица 4

**Выпуски субфедеральных облигаций,
погашающиеся в июне–августе 2012 г. [2]**

Эмитент	Наименование выпуска	Дата погашения
Волгоградская область	Волгоград обл-34002-об	12.06.2012
Самарская область	Самарская обл-35008-об	20.06.2012
Воронежская область	Воронежская обл-34001-об	25.06.2012
Москва	Москва-32045-об	27.06.2012
Республика Удмуртия	Удмуртия Респ-25002-об	15.07.2012

погашается всего один выпуск (альтернатива отсутствует), а в августе субфедеральные облигации вообще не погашаются (нет возможности использовать такую стратегию).

Следующий вид риска, актуальный для облигационного финансирования – *риск, связанный с колл-опционом*. Фактически колл-опцион предоставляет возможность эмитенту облигаций полностью или частично выкупить долговые обязательства по определенной цене, однако в данном случае интересы инвестора, владеющего облигациями, и эмитента могут кардинально отличаться. Например, в условиях роста процентных ставок эмитенту невыгодно реализовывать колл-опцион, а при их снижении исполнение такого опциона имеет явный экономический смысл (эмитент имеет возможность заместить более дорогое заемное финансирование более дешевым, в частности, путем погашения ранее выпущенного облигационного выпуска и размещения нового, характеризующегося более низким уровнем купонной ставки). Для инвестора исполнение эмитентом колл-опциона будет эквивалентно реализации риска реинвестирования, так как он будет вынужден реинвестировать полученные средства в условиях более низких ставок. Кроме того, облигации с колл-опционом характеризуются для инвестора высоким уровнем неопределенности, так как в силу объективных причин он не в состоянии построить точный прогноз денежных поступлений по подобным облигациям. Так, реализация эмитентом колл-опциона возможна даже в условиях стабильных процентных ставок при условии, что ему удалось привлечь финансирование на более выгодных условиях по сравнению с выпуском облигаций.

Таким образом, риск, связанный с колл-опционом, полностью принимает на себя инвестор. Для

² Подобной инвестиционной стратегии могут придерживаться специализированные паевые инвестиционные фонды.

посредника исполнение или неисполнение эмитентом опциона несущественно. Для эмитента данный риск выражается исключительно в том, что наличие колл-опциона предусматривает несколько более высокий уровень доходности по облигационному выпуску по сравнению с выпуском, не имеющим подобного опциона (при этом разница в доходности облигаций может рассматриваться в качестве премии по колл-опциону).

Отличительной особенностью таких облигаций является динамика их рыночных цен. При ухудшении конъюнктуры рынка цены будут снижаться практически сопоставимо с ценами облигаций аналогичного кредитного качества, но не имеющих встроенного колл-опциона. В условиях улучшения конъюнктуры рынка цены облигаций с колл-опционом вряд ли превысят цену опциона, так как в данном случае резко возрастает риск его исполнения эмитентом.

Таким образом, облигации со встроенным колл-опционом характеризуются ограниченным потенциалом роста котировок по сравнению с облигациями, не имеющими такого опциона. По мнению авторов, на отечественном рынке ценных бумаг данный вид риска является второстепенным в силу того, что количество облигационных выпусков, условия эмиссии которых предусматривают наличие колл-опционов, относительно невелико.

Кредитный риск (риск непогашения, риск неисполнения обязательств или риск дефолта) заключается в несвоевременном исполнении или невыполнении эмитентом обязательств, принятых им на себя при выпуске облигаций. Данный вид риска является наиболее существенным риском с точки зрения значимости для участников рынка, потенциально именно кредитный риск (в частности при дефолте по облигационному выпуску) может привести к критическим и даже катастрофическим потерям. В случае его реализации инвестор может потерять значительную часть или вообще весь инвестированный капитал, в то время как остальные виды риска предусматривают либо меньший уровень доходности, либо потерю части инвестированного капитала.

Для эмитента реализация этого риска чревата судебными исками (с требованиями возврата долга) и вероятным банкротством (процедура банкротства может быть инициирована держателями облигаций). В отечественной практике при реализации кредитного риска у владельцев облигаций есть две

альтернативы. Первая – в судебном порядке требовать от эмитента исполнения обязательств, вплоть до инициации процедуры банкротства, предполагающей реализацию имущества эмитента и осуществление в определенном законодательством порядке расчетов с кредиторами. Вторая – реструктуризация облигационного долга (например путем обмена одних облигаций на другие, с более длительным сроком погашения).

Выбор того или иного варианта действий при реализации кредитного риска в отношении конкретного облигационного выпуска зависит прежде всего от оценки держателями облигаций вероятности возврата долга эмитентом.

На посредника кредитный риск, присущий облигационному финансированию, прямо не влияет, однако если он реализуется по большому количеству облигационных выпусков, в размещении которых принимал участие посредник, то данный факт может негативно отразиться на его деловой репутации (инвесторы будут более скептически относиться к новым облигационным выпускам, предлагаемым этим посредником). При этом важно обратить внимание на то, что сама по себе реализация кредитного риска автоматически не означает потери инвестором всего капитала. Например, в 2008–2009 гг. многие эмитенты (в частности ООО «ГАЗ-финанс») [2] оказались неспособны своевременно исполнить свои обязательства по офертам, однако затем обязательства были исполнены, или займы были реструктурированы и успешно погашены [3].

В зарубежной практике наиболее распространенным способом оценки кредитного риска эмитента является система кредитных рейтингов, причем она активно используется как международными (наиболее крупными являются Standard&Poor's, Fitch Ratings и Moody's), так и национальными рейтинговыми агентствами («Эксперт РА», «Рус-Рейтинг», «Национальное Рейтинговое Агентство» и др.). Для оценки кредитного риска эмитента рейтинговыми агентствами применяется шкала кредитных рейтингов, которая традиционно разбивается на два больших блока: рейтинги инвестиционного уровня и спекулятивные рейтинги. Рейтинги инвестиционного уровня считаются более надежными, а рейтинги спекулятивного уровня характеризуются более высоким уровнем риска. При использовании данной методики анализа кредитных рисков эмитент облигаций оценивается по целому ряду количественных и качественных критериев, и на

основании полученных результатов ему присваивается определенный кредитный рейтинг, непосредственно влияющий на стоимость привлечения заемного капитала (чем выше рейтинг, тем дешевле эмитент имеет возможность занимать).

В отношении развивающихся облигационных рынков рейтинговый подход в целом не может рассматриваться как универсальный по следующим причинам:

- получение кредитного рейтинга – это достаточно продолжительная платная добровольная процедура, осуществляемая исключительно по желанию эмитента облигаций, т.е. отдельные эмитенты, вне зависимости от уровня кредитного качества, просто не считают необходимым получение таких рейтингов;
- кредитные рейтинги корпоративных эмитентов в подавляющем большинстве случаев не превышают уровня суверенного рейтинга, причем далеко не всегда подобный подход к оценке платежеспособности является оправданным (в частности, высокий уровень государственного долга определяет уровень суверенного кредитного рейтинга, но не оказывает непосредственного влияния на финансовое состояние отдельных корпораций);
- кредитные рейтинги не предполагают постоянного мониторинга (их обязательный пересмотр осуществляется ежегодно), однако они могут быть пересмотрены в случае наступления событий, существенно влияющих на уровень платежеспособности эмитента.

По мнению авторов, при оценке кредитного риска облигаций необходимо использовать не только систему кредитных рейтингов, но и альтернативные методы (в частности, методы анализа финансовой отчетности, метод дисконтированных денежных потоков и др.).

Следующий вид риска, присущий облигациям, – это *риск инфляции*, который выражается в том, что реальный уровень доходности по облигациям при определенных условиях может быть близким к нулю или отрицательным. В данном случае под реальным уровнем доходности облигаций понимается разница между доходностью облигации и уровнем инфляции (два последних показателя используются в годовом выражении).

В нормальных экономических условиях реальный уровень доходности облигаций является положительным (доходность облигаций выше уровня

инфляции), однако в условиях ускорения инфляции возможна ситуация, когда уровень инфляции становится равен или превышает доходность по облигациям, при этом во всех случаях номинальная величина дохода, получаемая инвестором, останется неизменной. Стоит обратить внимание на то, что риск инфляции будет наибольшим для дисконтных и купонных облигаций с фиксированным купоном, в то время как для облигаций с нефиксированными купонами, особенно с «плавающим» купоном, влияние риска инфляции будет относительно небольшим. Если в качестве базовой ставки по облигациям с «плавающим» купоном используется уровень инфляции, то этот риск будет практически нивелирован (при росте инфляции будет увеличиваться и купонная ставка по облигациям).

Для эмитента, если он привлекает заемный капитал на облигационном рынке, используя облигации с фиксированными ставками, изменение темпов прироста цен не окажется критичным (так как выплаты по облигациям определены заранее). Более существенные риски эмитент принимает на себя при размещении облигационных выпусков с нефиксированными ставками. Если размер купонных выплат зависит от уровня инфляции (или от показателя, динамика которого имеет прямую корреляцию с темпами прироста цен в экономике), то при ускорении инфляции будет иметь место возращение стоимости заемного капитала.

Для профессионального посредника изменение темпа прироста цен в экономике, по мнению авторов, является несущественным.

Данный вид риска облигационного финансирования для инвестора и эмитента можно считать второстепенным. В условиях ускорения инфляции снижение реального уровня доходности будет характерно для всех видов активов, приносящих фиксированный доход (например, банковских депозитов, коммерческой недвижимости, сдаваемой в аренду и пр.), а реализация данного риска не приводит к потере инвестором прибыли или части инвестированного капитала (в номинальном выражении). Для эмитентов же, привлекающих облигационное финансирование на российском рынке, характерно преимущественное использование облигаций с фиксированными ставками.

Кроме того, на рынке долговых инструментов инвестор может применять специальные стратегии и способы управления инвестиционным портфелем, позволяющие заметно снизить риск инфляции

(например, часть инвестиционного портфеля может систематически вкладываться в сверхкраткосрочные облигации и регулярно реинвестироваться в аналогичные по срочности долговые обязательства).

В отдельных случаях весьма существенным для участников облигационного рынка может быть *риск, связанный с курсами валют* (валютный риск), наступление которого возможно в двух случаях. Во-первых, если облигация предполагает выплату доходов или погашение в нескольких валютах (на отечественном рынке подобные финансовые инструменты почти не обращаются). Во-вторых, если инвестиции в облигации, обращающиеся на российском рынке, осуществляют иностранные инвесторы, так как в этом случае валюта, в которой первоначально номинирован капитал инвестора (как правило, доллары США или евро), не совпадает с валютой получения доходов по облигациям (российский рубль). Валютный риск не возникает, если иностранный инвестор приобретает облигации российских эмитентов, номинированные в иностранной валюте, совпадающей с валютой инвестирования.

Изменение курсов валют может иметь как благоприятные, так и неблагоприятные последствия для инвестора. Если валюта, в которой он получает доход по облигациям, укрепляется по отношению к валюте инвестирования, то инвестор получает дополнительный доход, в противном случае доходность инвестиций в облигации снижается.

В качестве примера можно рассмотреть ситуацию, когда первоначальной валютой инвестирования является доллар США, а валютой выплаты доходов – рубль. Предположим, что иностранный инвестор конвертирует доллары в рубли по курсу 30 руб./долл. и приобретает облигации со сроком погашения, равным 1 году, и доходностью к погашению в размере 10% годовых. Примем, что облигация стоит 300 руб, купон по ней, соответственно, составит 30 руб./г. (купон выплачивается один раз в год), соответственно, в конце года инвестор получает 330 руб. При неизменном курсе рубля по отношению к доллару (в размере 30 руб./долл.) доходность инвестора составит 10% годовых (инвестировал 10 долл. — получил в конце года 11 долл., или $(11 / 10 - 1) \cdot 100\% = 10\%$). Если курс вырос до 32 руб./долл., то инвестор в конце года сможет конвертировать 330 руб. только в 10,3125 долл. ($330 / 32$). Соответственно, доходность этой инвестиции будет существенно ниже и составит

всего 3,125% годовых, а при укреплении рубля по отношению к доллару до 28 руб./долл. доходность инвестирования в облигации достигнет 17,857% годовых (или $330 / 28 / 10 - 1 \cdot 100\% = 17,857\%$).

Для эмитента валютный риск возникает в двух случаях:

- 1) если эмитент осуществляет конвертацию валют (например, переводит рубли в евро для расчетов с зарубежными поставщиками);
- 2) если валюта поступления доходов эмитента не совпадает с валютой, в которой номинированы облигации.

В любом случае стоимость облигационного финансирования для эмитента будет снижаться при падении валюты, в которой номинирован облигационный выпуск, к валюте получения доходов эмитентом, и расти – в обратной ситуации.

На деятельность профессионального посредника колебания курсов валют существенного влияния не оказывают. Значение данного риска для инвесторов возрастает в условиях резких колебаний курсов валют. Так, в случае ослабления российского рубля по отношению к иностранным валютам высоко вероятен отток капитала иностранных инвесторов с национального рынка облигаций. В этом случае продажа облигаций нерезидентами приводит к тому, что цены облигаций начинают снижаться (возникает избыток предложения долговых бумаг в результате закрытия позиций инвесторами), а темпы ослабления национальной валюты увеличиваются (при оттоке капитала возрастает спрос на иностранную валюту).

Еще один вид риска, присущий облигационному финансированию, – это *риск ликвидности*, который является одним из наиболее существенных рисков для инвестора. Риск ликвидности связан с тем, что в определенный момент времени инвестор не сможет купить или продать облигацию по разумной цене (не исключено, что инвестор вообще не сможет совершить сделку из-за отсутствия соответствующих заявок на продажу или покупку облигаций). Для эмитента и посредника риск ликвидности не играет значимой роли, так как они не являются владельцами облигаций и после проведения размещения бумаг не сталкиваются с необходимостью покупки и продажи облигаций на биржевом рынке.

Рынок облигаций априори является не очень ликвидным, так как объем облигационных выпусков ограничен, а большинство стратегий инвестирования предполагает достаточно продолжительный период

владения облигациями. В отечественной и мировой практике уровень ликвидности долговых инструментов очень важен в трех случаях. Во-первых, при открытии позиции (низкая ликвидность увеличивает период открытия позиции). Во-вторых, при использовании инвестором инвестиционных стратегий, использующих ценовые отклонения, в частности стратегии, ориентированной на выравнивание доходностей облигаций, сходных по сроку погашения и уровню кредитного качества (низкая ликвидность затрудняет фиксацию прибыли). В-третьих, при необходимости срочного закрытия позиции (низкая ликвидность способна привести к убыткам).

Для решения проблемы ликвидности облигационного рынка организаторы торговли (реже – эмитенты долговых обязательств) пользуются услугами маркет-мейкеров, поддерживающих двухсторонние котировки облигаций. На биржевом рынке маркет-мейкеры не просто обеспечивают наличие заявок на покупку и на продажу облигаций (не менее определенного объема), но и поддерживают разницу (спрэд) между котировками. При наличии маркет-мейкера по облигационному выпуску риски ликвидности для инвестора в значительной степени снижаются. Также риск ликвидности не играет роли для инвесторов, приобретающих облигации под погашение.

Следующий вид риска, связанный с облигационным финансированием, – *риск волатильности*, который Ф. Дж. Фабоцци рассматривает как риск изменения цен облигаций под влиянием изменения волатильности процентных ставок [5]. Но, по мнению авторов, риск волатильности на облигационном рынке должен трактоваться значительно шире, так как на цены облигаций оказывает влияние не только волатильность процентных ставок, но и уровень волатильности других параметров (например, волатильность отдельных макроэкономических показателей, рынка акций, цен на сырьевые товары и др.).

Таким образом, риск волатильности – это риск, связанный с быстрыми и резкими колебаниями факторов, воздействующих на облигационный рынок. В качестве типичного примера риска волатильности можно привести снижение цен облигаций в условиях продолжительного падения рынка акций (при этом уровень процентных ставок может оставаться стабильным).

Не являясь владельцами облигаций, эмитент и посредник риск волатильности на себя не принимают, так как данный вид риска непосредственно выражается в колебании рыночных цен облигаций.

Риск недооценки возможных потерь (риск риска) является существенным для инвесторов, работающих на облигационном рынке. Этот риск реализуется в том, что на облигационном рынке систематически появляются новые виды облигаций, причем многие инновационные облигационные выпуски характеризуются чрезвычайно сложной структурой, наличием специфических особенностей ценообразования, неравномерным графиком погашения. В связи с этим определение однозначного фиксированного соотношения риска и доходности в отношении этих инструментов является чрезвычайно сложной задачей (при наличии встроенных опционов такая задача вообще может не иметь решения), поэтому многим инвесторам крайне сложно адекватно оценить уровень риска, присущий тем или иным облигациям.

Следует отметить, что для отечественного рынка характерны достаточно простые по своей структуре облигационные выпуски, поэтому риск недооценки возможных потерь (риск риска) для инвестора, эмитента и посредника можно считать несущественным.

Резюмируя все сказанное, можно утверждать, что облигационное финансирование характеризуется наличием рисков, связанных как с размещением, так и с обращением облигаций, но, несмотря на неравномерность распределения, риски, связанные с размещением и обращением облигаций, влияют на всех участников рынка облигаций (эмитентов, инвесторов и профессиональных посредников).

Список литературы

1. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг: учебник. М.: ИНФРА-М, 2007.
2. Интернет-проект информационного агентства Финмаркет – RusBonds – <http://www.rusbonds.ru>.
3. Информационное агентство «Cbonds» – <http://www.cbonds.info/ru/rus>.
4. Рынок ценных бумаг: учеб. для вузов / под ред. Е. Ф. Жукова. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009.
5. Фабоцци Ф. Дж. Рынок облигаций: Анализ и стратегии. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.