

ОПЕРАЦИИ БАНКА ВТБ С ДОЛГОВЫМИ И ДОЛЕВЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Лариса Алексеевна ЧАЛДАЕВА ^{a,*};
Арсений Анатольевич ДАНИЛИН ^b

^a доктор экономических наук, профессор департамента отраслевых рынков,
Финансовый университет при Правительстве РФ,
Москва, Российская Федерация
Chaldaeve45@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0001-6203-4968>
SPIN-код: 6565-5829

^b магистрант,
Финансовый университет при Правительстве РФ,
Москва, Российская Федерация
astra1001a@yandex.ru
<https://orcid.org/0000-0003-3097-6031>
SPIN-код: 1517-1351

* Ответственный автор

История статьи:

Рег. № 16/2021
Получена 18.01.2021
Получена
в доработанном виде
05.02.2021
Одобрена 19.02.2021
Доступна онлайн
28.05.2021

УДК 336.71

JEL: G12, G21, G32

Ключевые слова:

SPO, бессрочная
облигация, ВТБ,
активы

Аннотация

Предмет. Последствия операций банка ВТБ с ценными бумагами для финансового состояния субъекта, экономический эффект, который получает экономический субъект, осуществляющий операции с ценными бумагами.

Цели. Провести оценку динамики балансовых показателей банка ВТБ в результате осуществления дополнительной эмиссии акций. Проанализировать последствия выпуска бессрочных облигаций в части привлекательности их как для эмитента, так и для инвесторов. Рассмотреть факторы, влияющие на рыночную стоимость бессрочных облигаций банка ВТБ и уровень их ликвидности на торгах ММВБ.

Методология. Используются факторный, статистический, графический и экономический анализ.

Результаты. Выявлено, что реализация дополнительной эмиссии акций привела к значительному расширению размера активов организации, а выпуск бессрочных облигаций улучшил показатель достаточности капитала первого уровня банка ВТБ.

Выводы. Разработаны рекомендации по дальнейшему использованию данных инструментов в банке ВТБ.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2021

Для цитирования: Чалдаева Л.А., Данилин А.А. Операции банка ВТБ с долговыми и долевыми ценными бумагами // *Финансы и кредит*. — 2021. — Т. 27, № 5. — С. 998 — 1021.
<https://doi.org/10.24891/fc.27.5.998>

В настоящее время операции с ценными бумагами играют определяющую роль в хозяйственной деятельности крупных и средних предприятий. Фондовый рынок является основным рычагом привлечения инвестиций в экономику в развитых странах. На сегодняшний день наблюдается возрастание роли фондового рынка как главного распределителя финансовых ресурсов между публичными акционерными обществами в России.

В исследовании были рассмотрены операции Банка ВТБ с ценными бумагами. Банк ВТБ — это советский и российский коммерческий банк с контрольным пакетом акций у государства (доля владения в настоящий момент составляет 60,9%). Остальные 39% акций банка находятся в свободном обращении.

Банк ВТБ множество раз выходил на фондовый рынок в целях реализации своих акций и облигаций. Среди них было два SPO — публичное размещение дополнительного выпуска акций — в 2009 и 2013 гг. (табл. 1).

Дополнительная эмиссия акций приводит к изменению доли владения первоначальных собственников компании, поскольку происходит увеличение размера уставного капитала за счет финансовых вливаний от новых и старых акционеров¹. Согласно законодательству акционер имеет право на сохранение своей доли в компании, поэтому ему предоставляется преимущественное право приобретения акций из дополнительного выпуска². Максимальное количество акций, которое может быть куплено в порядке преимущественного права по эмиссии ВТБ 2013 г., было рассчитано по формуле:

$$N = Q \cdot \frac{2\,500\,000\,000\,000}{10\,460\,541\,337\,338} = 0,2389933675 \cdot Q,$$

где N — максимальное количество ценных бумаг из дополнительного выпуска, которое может быть куплено лицом, имеющим преимущественное право;

Q — количество обыкновенных акций ВТБ, которыми владеет акционер, обладающий преимущественным правом.

Последний коэффициент рассчитывается как отношение числа новых выпускаемых акций к старому числу акций в обращении³. Дополнительная

¹ Гражданский кодекс Российской Федерации.

² Налоговый кодекс Российской Федерации.

³ Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».

эмиссия акций ВТБ 2013 г. составила 23,9%. Цена размещения оказалась ниже рыночной, но в 4,1 раза выше номинальной, по цене 0,041 руб. за одну акцию.

С 06.05.2013 по 17.05.2013 в двухнедельный срок осуществлялась реализация преимущественного права акционеров. За этот период было реализовано 351 204 477 443 акций, что составило всего 14% от общего объема дополнительной эмиссии. Таким образом, 86% акций не было выкуплено по преимущественному праву⁴. Так как дополнительный выпуск акций не был полностью выкуплен, он был реализован другим инвесторам, не имеющим преимущественного права⁵. Оставшиеся акции были распроданы за пять дней до 22.05.2013.

Далее рассмотрим курс акций ВТБ за май 2013 г. (*рис. 1*). Рыночную стоимость акций в рассматриваемый период определяла дополнительная эмиссия акций. В конце апреля (25.04.2013) наблюдательный совет банка ВТБ принял решение о дополнительном выпуске акций. Рыночная цена на дату принятия решения составляла 0,0457 руб. за акцию, что на 9,76% выше цены продажи акций дополнительного выпуска (0,041). До периода начала реализации дополнительного выпуска (до 06.05.2013) наблюдался рост курса стоимости, что является необычным в такой ситуации. Как правило, при дополнительном выпуске курса акций рыночная цена ценных бумаг падает. Вдобавок цена продажи дополнительного выпуска была ниже рыночной, что должно было только усилить падение. За период с 06.05.2013 по 17.05.2013 происходила реализация дополнительного выпуска ценных бумаг действующим акционерам. Инвесторы, занимающиеся спекуляцией, скупили причитающиеся им по преимущественному праву акции и начали их продавать, фиксируя прибыль на разнице между рыночной ценой и ценой продажи. За весь период реализации акции по преимущественному праву их рыночная цена постоянно падала, что отлично видно на графике (падение с 0,0495 до 0,0441, -10,9%).

Как уже было отмечено ранее, затем последовала реализация другим инвесторам, поскольку не все воспользовались своим преимущественным правом. Начался устойчивый бычий тренд по акциям ВТБ. Он продолжался 5 дней до окончания срока реализации дополнительного выпуска. Следует отметить, что он был раскуплен в короткие сроки из-за большого спроса на акции (до 22.05.2013)⁶. Далее последовала небольшая коррекция, которая была вызвана теми же факторами, что и предыдущая: желанием

⁴ Федеральный закон от 06.12.2011 № 402-ФЗ «О бухгалтерском учете».

⁵ Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

⁶ Данные о котировках ценных бумаг // Московская биржа. 2019. URL: www.moex.com

зафиксировать прибыль между рыночной ценой и ценой дополнительного выпуска.

В результате эмиссии произошло привлечение финансовых ресурсов в ВТБ, однако это сопровождалось уменьшением долей владения первоначальных инвесторов, среди которых было и государство. В результате государственная доля снизилась с 75,5 до 60,9%, при этом ВТБ остался государственным банком, так как контрольный пакет формируется как 50% +1 акция.

По итогам дополнительного выпуска следует провести факторный анализ роста активов компании ВТБ (*табл. 2*).

Рост активов за 2013 г. составил 22,1%, что в абсолютном выражении равнялось около 955 млрд руб.⁷. Данный рост был обеспечен за счет увеличения уставного капитала — 3%, дохода от эмиссии — 8%. Как следствие, увеличение капитала позволило привлечь заемные средства, которые повысились на 833 млрд руб. Влияние данного фактора на итоговый рост активов составило 87%. Также вклад в рост активов внесли прочие синергетические факторы, связанные с ростом компании, и нераспределенная прибыль — 2%.

Далее изучим динамику роста балансовых показателей ПАО «ВТБ» за период с 01.01.2013 по 01.01.2018, которая позволит оценить развитие компании после 2013 г. (после дополнительной эмиссии).

Дополнительная эмиссия акций в 2013 г. привела к приросту на 19% собственных средств, на 22,7% — привлеченных (заемных) средств, на 22,1% — активов. Однако в 2014 г. наблюдалось замедление роста собственных средств ПАО «ВТБ» по сравнению с заемным капиталом и активами компании⁸. Прирост в базовых значениях 2013 г. на 01.01.2015 — на 47,6% в собственных средствах. Размер привлеченных средств увеличился вдвое, рост активов составил 92%.

В последующие три года темп роста собственного капитала был выше, чем рост активов и привлеченных средств, что привело к восстановлению пропорции между собственными средствами, заемными средствами и

⁷ Данные о финансовых вложениях организаций // Росстат. 2019.

URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/investment/investing/#

⁸ Финансовая Отчетность Банка ВТБ (ПАО).

URL: <https://www.vtb.ru/akcionery-i-investory/finansovaya-informaciya/raskrytie-finansovoj-otchetnosti-po-rsbu/>

активами⁹. В итоге на начало 2018 г. балансовые показатели увеличились в 2,2 раза, что отчетливо видно на *рис. 2*.

Проведенный анализ дополнительной эмиссии акций компании ВТБ показал позитивный экономический эффект, связанный с ростом активов, которыми распоряжается компания.

С теоретической точки зрения, дополнительный выпуск акций является негативным событием для рынка, и в большинстве случаев происходит резкий обвал котировок [1]. В исследовании изучался дополнительный выпуск акций ВТБ и по результатам анализа были выявлены «волны», связанные с процедурой реализации преимущественного права акционеров, и последующей реализации оставшихся акций дополнительного выпуска (второй волны). В результате дополнительной эмиссии произошло снижение стоимости акций компании ВТБ (в период непосредственного проведения данной операции).

Выводы, сделанные по итогам факторного анализа с учетом дополнительной эмиссии, указывают на положительный результат SPO. За 2013 г. рост активов составил 22%, а в последующие 5 лет — более чем в 2 раза, что можно назвать серьезным увеличением для организации, которая является одним из фундаментальных банков в российской банковской системе и обладает одной из крупнейших капитализаций среди компаний России. Дополнительный выпуск акций составил 23,9% от числа акций ВТБ. Данное обстоятельство наглядно подтверждает корреляцию между дополнительным выпуском и ростом активов компании [2]. И хотя номинальная стоимость уставного капитала составляла всего 2,4% от всех активов компании, в результате его увеличения произошел рост собственного капитала, появился эмиссионный доход, который в 3,1 раза больше номинального размера дополнительного выпуска. В свою очередь увеличение собственных источников финансирования позволяет нарастить объемы заемных ресурсов, при этом не уменьшаются показатели финансовой устойчивости компании [3]. Дополнительное размещение акций было успешной операцией, позволившей создать резервы для будущего развития. Главным подтверждением успеха эмиссии стала рыночная цена акций, которая в последующие два года увеличилась практически в два раза. Так, до эмиссии, в апреле 2013 г., цена акций колебалась в пределах 4,3–4,9 коп., тогда как в мае 2015 г. ее рыночная стоимость достигла 8,3 коп.

⁹ Приказ Минфина России от 02.07.2010 № 66н «О формах бухгалтерской отчетности организации».

Следующей операцией с ценными бумагами ПАО «ВТБ» является выпуск бессрочных облигаций.

Классификация ценных бумаг по форме привлечения капитала подразделяет их на две большие группы: долевые и долговые. Любая ценная бумага удостоверяет право владения имуществом (свойство акции) либо право кредитора (свойство облигаций). В то же время существуют гибридные ценные бумаги, имеющие признаки обеих ценных бумаг, среди которых бессрочные облигации. Бессрочная облигация подтверждает право владельца в получении номинальной стоимости бумаги и процентов от эмитента (должника). Однако возврат такого долга не определен как в случае с обыкновенной (срочной) облигацией. Данное обстоятельство делает бессрочные облигации схожими с акциями, которые не погашаются, но на которые выплачиваются дивиденды. Бессрочные облигации могут быть погашены, однако инициатором данной процедуры может быть только эмитент бессрочной облигации, который решил избавиться от бессрочного долга. В случае отсутствия желания погашать номинальную сумму долга эмитент обязан только регулярно выплачивать проценты держателям данных бумаг. Кроме того, при выпуске бессрочных облигаций заранее оглашается дата, после которой бессрочные облигации могут быть погашены эмитентом. Как правило, это довольно большой срок, не менее 10 лет.

Банк ВТБ первым осуществил выпуск бессрочных облигаций среди российских банков, однако это далеко не первый выпуск данного типа бумаг, осуществленный в мире. Первые вечные долговые бумаги были выпущены Банком Англии в 1753 г., и они до сих пор ходят в обращении с купонным доходом в 2,5%. Великобритания много раз прибегала к использованию данного инструмента в целях финансирования войн в различные периоды истории. Финансовые ресурсы, полученные в результате применения бессрочных облигаций, были использованы для ведения войн с Наполеоном, Крымской войны и других военных кампаний.

Выпуск бессрочных облигаций осуществлялся не только государственными структурами, но и коммерческими организациями. Компания «Coca-Cola», в частности, осуществила выпуск столетних облигаций в 1993 г. с купонной ставкой 7,375% годовых.

В то же время выпуск бессрочных облигаций банками преследует другие цели, отличные от финансирования военных операций. Бессрочные облигации стали интересны банкам после изменений международных стандартов Базельского комитета.

Базельский комитет по банковскому надзору является организацией, работающей при Банке международных расчетов, которая разрабатывает единые стандарты и методики в целях регулирования банковской деятельности. Выпускаемые стандарты регулирования активно принимаются в различных странах мира. Банковское регулирование в Российской Федерации приводится в соответствие с Базельскими стандартами. Назовем несколько основных документов, которые были выпущены данной организацией:

- «Основные принципы эффективного надзора» от 1997 г., пересмотренные в 2006 г.;
- Базель I от 1988 г., в котором были прописаны категории капитала банка;
- Базель II от 26 июня 2004 г., который основывается на Базель I и прописывает процедуры надзора в части капитала банка;
- Базель III от декабря 2010 г., в котором вводятся нормативы требований к ликвидности.

Последний документ (Базель III) ужесточил требования к самому надежному капиталу первого уровня. Согласно документу размер собственного капитала банка не должен быть меньше 8% от объема активов банка, взвешенных по риску. Однако капиталом первого уровня признается не только акционерный капитал банка, но и заемные средства, сформированные посредством выпуска бессрочных облигаций. Эмиссию «вечных» облигаций можно сравнивать с осуществлением эмиссии привилегированных акций, поскольку последствием обоих событий являются регулярные платежи держателям ценных бумаг. По «вечным» облигациям осуществляются регулярные обязательные платежи по купонам, по привилегированным акциям — аналогичные платежи по дивидендам. Эмитент бессрочных облигаций может погасить данный выпуск через большой промежуток времени, как правило, не менее 10 лет после осуществления эмиссии. Вдобавок одной из подкатегорий привилегированных акций являются отзывные привилегированные акции. Данная опция позволяет отозвать привилегированные акции у держателей при условии компенсации их стоимости. Поскольку вечные облигации не требуют обязательного возврата номинальной суммы долга к определенной дате, обслуживание данных ценных бумаг заключается в регулярных выплатах купонов их держателям.

Таким образом, мы видим наличие большого числа схожих характеристик бессрочных облигаций и привилегированных акций. При этом привилегированные акции всегда рассматривались как источники собственных средств организации. По этой причине капитал, сформированный посредством эмиссии «вечных» облигаций, стали относить к самому надежному капиталу первого уровня.

Выпуск бессрочных облигаций позволяет банку увеличить размер активов кредитной организации. Главным направлением увеличения активов банка становится расширение кредитного портфеля посредством выдачи кредитов, что является основной статьёй формирования дохода банка. Данное обстоятельство является главным фактором, делающим выпуск бессрочных облигаций особенно привлекательным для банков.

Банк ВТБ в августе 2012 г. первым среди российских организаций выпустил такие обязательства. Объем выпуска «вечных» облигаций составил 2,25 млрд долл. США со ставкой 9,5% годовых, что значительно выше, чем по срочным еврооблигациям, проценты по которым составляют 4–5%. Опцион-колл (в данном случае это дата, после которой возможно погашение выпуска) начинает действовать с декабря 2022 г. и в последующие даты купонных выплат. Выплата процентов осуществляется раз в полгода. Размер купона составляет 47,5 долл. США, при номинальной цене облигации в 1 000 долл. США. Листинг проходил на Ирландской фондовой бирже при участии Citibank и UBS. Также около 280 млн долл. США в облигациях (по номинальной стоимости) из этого выпуска торгуются на ММВБ, что составляет 12,5% от общей суммы.

Далее рассмотрим динамику курсовой стоимости бессрочных облигаций ВТБ начиная с июля 2017 г., а также сопутствующие характеристики ценной бумаги, среди которых объем торгов, ликвидность, показатели доходности. Кроме того, изучим основные факторы, которые стимулировали инвесторов покупать рассматриваемые ценные бумаги (*рис. 3*).

На *рис. 3* видны объемы торгов по данному инструменту и изменение рыночной цены облигации. Торги по данному выпуску облигаций на ММВБ низколиквидные. Как видно, обороты торговли за месяц только в сентябре 2017 г. и в марте 2020 г. превышали 20 млн долл. США, а в остальных месяцах он был существенно ниже данного значения. В некоторые месяцы оборот торгов опускался ниже 1 млн долл. США, что позволяет однозначно сделать вывод о ликвидности данных торгов.

Рыночная цена облигации в период с июля 2017 г. по март 2018 г. варьировалась от 111% до 115% от номинала, что составляет 1 110—1 150 долл. США за облигацию. 115% от номинальной стоимости облигации является историческим максимумом рыночной стоимости данной облигации, который достигался в октябре 2017 г., в ноябре 2019 г. и в январе 2020 г. Как уже было упомянуто, величина купона по бессрочным бумагам ВТБ больше, чем проценты по аналогичным срочным облигациям. Это означает, что инвесторы, купившие облигации по номинальной стоимости, имеют доходность выше, чем в среднем по рынку.

Данное обстоятельство связано с тем, что бессрочная облигация не имеет конкретных сроков погашения и инвестор, купивший данную бумагу, будет окупать инвестиции посредством получения процентов. Разумеется, инвестор может продать ценные бумаги на вторичном рынке, динамика торгов которого представлена ранее. Однако данная ситуация порождает дополнительные риски, связанные с колебанием рыночной стоимости ценной бумаги, поскольку нет определенного срока погашения номинальной стоимости облигации. Чем ближе дата погашения облигации, тем меньше колебаний ее рыночной цены происходит на вторичном рынке, поскольку эмитент выплатит номинальную стоимость ценной бумаги ее держателям, но такая ситуация отсутствует у «идеальной» вечной облигации, которая не должна быть погашена никогда. Если купоны по данной облигации фиксированные и их выплата держателям ценной бумаги будет происходить без задержек, то рыночная стоимость данной ценной бумаги будет определяться только рыночными ставками, которые подвержены значительным колебаниям. В связи с этим величина купонов по вечным облигациям выше, чем по обычным облигациям при прочих равных условиях. В то же время величина купона в 9,5%, номинированная в долларах США, является привлекательной для инвесторов, поскольку такую доходность трудно получить по другим долговым бумагам.

По законам рынка происходит балансирование доходности, что и вызывает рост цены облигации. Текущая доходность облигации ВТБ в момент максимальной ее рыночной стоимости составляла $(9,5 \cdot 100) / 115 = 8,26\%$, что ниже 9,5%. Однако существуют и другие виды доходностей облигаций, наиболее важной из которых является доходность к погашению. В нашем случае дата погашения отсутствует, но известна ближайшая дата, после которой ВТБ имеет право погасить бессрочный выпуск облигаций. Данное право будет получено банком в 2022 г. Если сделать допущение, что ВТБ воспользуется своим правом и осуществит погашение основной суммы долга, то показатель доходности к погашению будет еще меньше показателя

текущей доходности в 8,26%, поскольку рассчитываемая доходность к погашению будет учитывать превышение рыночной цены над номинальной стоимостью облигации. Несмотря на рыночную стоимость в 1 150 долл. США за единицу в октябре 2017 г., при возможном погашении банк ВТБ оплатит только 1 000 долл. США за ценную бумагу. В связи с этим инвестор, купивший ее на рыночных максимумах, потеряет 150 долл. США. В то же время данная сделка по покупке облигаций не является убыточной, поскольку инвестор окупит свои инвестиции, получая регулярные повышенные купоны по ценной бумаге.

Далее продолжим рассматривать динамику курсовой стоимости облигаций. В последующие 7 месяцев с марта по ноябрь 2018 г. произошел обвал котировок. Стоимость облигации достигала локального минимума в ноябре 2018 г. и составила 91,125% от номинала. Причиной затяжного падения стал рост ставки ФРС США. 30 января 2018 г. величина ставки составляла 1,5%, а 21.03.2018 была повышена до 1,75%. В это же время начинается падение рыночной стоимости облигации (март 2018 г.). В дальнейшем ФРС постепенно поднимал ставку на 0,25% (базовый шаг подъема ставки) 13.06.2018, 26.09.2018 и 19.12.2018, которая достигла значения в 2,5%. Как следствие, после анонсирования решений о подъеме ставки происходило снижение стоимости облигации. За июнь—август 2018 г. произошло снижение на 7%, со 104,3% до 97,2%. В ноябре 2018 г., за месяц до достижения локальных максимумов по ставке ФРС США, стоимость облигации достигла 91,125% от ее номинальной стоимости.

График изменения базовой ставки ФРС США представлен на *рис. 4*.

После достижения ключевой ставкой отметки 2,5% в декабре 2018 г. ФРС США стал удерживать ее на этом уровне до конца июля 2019 г., после чего последовали одним за другим решения о ее снижении. Снижение базовой ставки было составной частью стимулирования деловой активности. Через несколько месяцев ФРС США объявил о запуске программы выкупа казначейских облигаций. Конец 2019 г. и первый квартал 2020 г. были ознаменованы кризисом, вызванным пандемией коронавируса. В связи с этим ФРС США еще более расширило программу скупки активов, а ставка ФРС США была вновь снижена до минимального показателя в 0,25%.

Как уже было упомянуто ранее, рыночная цена бессрочной облигации ВТБ достигла своего локального минимума, так как произошел рост уровня процентных ставок в мире, вызванный повышением базовой ставки ФРС. Падение рыночной стоимости облигации было довольно существенным, что отразилось и на показателе текущей доходности ценной бумаги.

При рыночной цене в 911,25 долл. США (91,125% от номинала) текущая доходность, номинированная в долларах США, составит $(9,5 \cdot 100) / 91,125 = 10,425\%$. Падение рыночной стоимости облигации происходило на ожиданиях повышения базовой ставки ФРС США. При росте рыночных ставок увеличивается и требуемая норма доходности на инвестиции в отдельные ценные бумаги. Увеличение доходности по финансовым инструментам с фиксированным доходом происходит за счет падения их рыночной стоимости. Бессрочные облигации ВТБ имели фиксированную доходность в 9,5% годовых от номинальной стоимости, поэтому падение рыночной стоимости облигации было реакцией на повышение базовой процентной ставки ФРС США [4]. Как уже было упомянуто ранее, инвестиции в бессрочные облигации являются более рискованными в части выхода из данных ценных бумаг в денежные средства, поскольку бессрочные ценные бумаги подвержены большим ценовым колебаниям, чем бумаги с определенным сроком экспирации.

После стабилизации ставки ФРС США в начале 2019 г. стартовал рост рыночной стоимости вечных облигаций ВТБ, который завершился повторением максимума 2017 г. в 115% от номинальной цены облигации в ноябре 2019 г. и в январе 2020 г. В связи с кризисом COVID-19 в последующие два месяца последовало снижение рыночной стоимости ценной бумаги. В марте 2020 г. цена облигации опускалась до 940 долл. США (94% от номинальной стоимости). Далее последовало восстановление рыночной цены облигации и на момент декабря 2020 г. она торгуется выше 110% от номинальной стоимости.

Таким образом, при вложении средств в бессрочные облигации инвесторы должны быть готовы к резким колебаниям их рыночной стоимости [5]. Если рассматривать инвестиции в бессрочные облигации банка ВТБ, то данное решение является экономически оправданным в связи с высоким показателем купонной доходности 9,5% в долларах США. Для оптимального входа в ценную бумагу ее рыночная стоимость должна не превышать номинальную стоимость облигации. Данное инвестиционное решение подойдет долгосрочным инвесторам, желающим сохранить и приумножить свой капитал. Риск дефолта по данной бумаге минимальный, поскольку государство обладает контролирующей долей в банке ВТБ, а сам банк является одним из системно значимых.

В исследовании были подробно рассмотрены две операции банка ВТБ с ценными бумагами.

Осуществление дополнительной эмиссии ценных бумаг стало отправным вектором в развитии компании. Помимо расширения активов корпорации, выпуск ценных бумаг существенно увеличил капитализацию банка ВТБ в течение последующих двух лет с момента эмиссии.

Выпуск бессрочных облигаций компанией ВТБ является не менее удачным примером использования ценных бумаг в целях развития бизнеса. Достоинством этой бумаги в первую очередь является ее восприятие со стороны регулирующих органов, которые ее рассматривают в качестве собственного капитала банка [6]. Бессрочные облигации позволяют нарастить другие заемные средства без нарушения нормативов достаточности капитала. Ликвидность и доходность ценных бумаг компании ВТБ различна. Обыкновенные акции ВТБ обладают высокой ликвидностью, однако они достаточно волатильные, что позволяет получить как хороший доход, так и убыток.

Ликвидность бессрочных облигаций ВТБ низкая. В первую очередь это связано с намного меньшим объемом выпуска облигаций по сравнению с акциями, минимальным входом на рынок (номинальная стоимость облигации — 1 000 долл. США). Также на объем торгов и ликвидность бумаг оказывает влияние тип инвесторов, который пользуются финансовым инструментом. На акциях специализируется спекулятивный капитал, тогда как в облигации инвестируют на долгосрочную перспективу [7].

Таким образом, стоит отметить грамотное и успешное использование ценных бумаг со стороны менеджмента компании.

По результатам исследования были сформулированы рекомендации по дальнейшему использованию банком ВТБ ценных бумаг.

В части использования долговых ценных бумаг для целей финансирования с помощью заемного капитала следует выпускать облигации с переменным купоном, привязанным к рыночным изменениям процентных ставок, для предотвращения завышенных процентных выплат в периоды низких рыночных процентных ставок.

Компании испытывают дефицит финансовых ресурсов в периоды экономического кризиса. Для устранения нехватки финансовых ресурсов они, среди прочего, начинают осуществлять эмиссию облигаций. На рынке ссудного капитала достигается максимальная ставка процента, поскольку в период кризиса происходит резкое увеличение потребности организаций в свободных финансовых ресурсах. Последствием осуществления эмиссии

долгосрочных облигаций с постоянным купоном в период кризиса являются завышенные платежи в последующие периоды восстановления экономики, когда рыночные ставки снижаются. Обоснованная ставка купона по облигации в период кризиса становится обременительной в период экономического бума, когда отсутствует дефицит финансовых ресурсов. Зачастую можно наблюдать ситуации, когда рыночная стоимость облигации выше ее номинала, то есть суммы, которую возвратит эмитент в конце срока обращения облигации. Причиной такого явления становится повышенный спрос на ценную бумагу со стороны инвесторов, желающих получать доходность выше рыночной.

Выпуск краткосрочных облигаций с фиксированным купоном позволяет избежать завышенных платежей в будущем, однако отсутствует гарантия того, что компания быстро сможет выйти из кризисного положения, без ущерба вернув номинальную стоимость облигации.

Таким образом, наиболее грамотным вариантом привлечения финансовых ресурсов является эмиссия долгосрочных облигаций с переменным купоном. Если облигация выпущена в рублях, то общепризнанным индикатором рыночных процентных ставок является ставка RUONIA (Ruble OverNight Index Average). Данный показатель рассчитывается Банком России на основе методологии, разработанной совместно с Национальной финансовой ассоциацией. RUONIA является индикативной взвешенной ставкой, показывающей стоимость необеспеченных рублевых займов на условиях overnight. Заемщиками по данным операциям являются российские банки с минимальным кредитным риском. В настоящий момент в расчет ставки RUONIA включаются операции по 35 банкам.

Для купона по облигациям, выпущенным в иностранной резервной валюте (в долларах США, в евро), используется ставка LIBOR, которая рассчитывается Intercontinental Exchange, одним из крупнейших в мире биржевых операторов. Аналогично ставки RUONIA в качестве основы для расчета LIBOR используются данные ставок банков Великобритании, по которым они осуществляют кредитование друг друга. На ежедневной основе делается расчет 35 показателей LIBOR [8]. Расчет ставки LIBOR производится по каждой из пяти мировых резервных валют, а именно: доллару США, евро, швейцарскому франку, йене и британскому фунту. По каждой валюте делается расчет семи ставок в зависимости от срока, на который происходит заимствование между банками [9].

Специфика формирования процента по купону публикуется до осуществления эмиссии облигации. При формировании размера процента

по переменному купону эмитента за основу берется ставка LIBOR или RUONIA и добавляется фиксированная часть купона, в которой заложен определенный риск, присущий эмитенту выпускаемой облигации. В период обращения облигации размер выплат по купону будет меняться, следуя за выбранным индикатором процентных ставок, который в свою очередь будет справедливо отражать ситуацию на рынке заемного капитала [10].

Исходя из того что эмиссия облигаций осуществляется в кризисные периоды, размер платежей по обслуживанию долга по переменному купону при прочих равных условиях будет меньше, чем по облигациям с фиксированным купоном [11].

Как уже было упомянуто ранее, в работе был проведен анализ дополнительной эмиссии акций компании ВТБ, по результатам которого был выявлен позитивный экономический эффект, связанный с ростом активов, которыми распоряжается компания. В связи с этим возникает вопрос о возможности осуществления еще одной дополнительной эмиссии акций для достижения аналогичного позитивного экономического эффекта.

На наш взгляд, осуществление дополнительного выпуска акций не следует проводить, поскольку банк ВТБ — государственный банк (государство владеет контрольным пакетом акций), входящий в список системно значимых. После дополнительной эмиссии доля государства снизилась с 75,5 до 60,9%. Таким образом, следующая дополнительная эмиссия акций может привести к потере государством контрольного пакета акций.

По-нашему мнению, при дальнейшем развитии ПАО «ВТБ» следует использовать привилегированные акции в качестве инструмента по привлечению финансовых ресурсов в компанию. Данная операция позволит увеличить собственный капитал компании, при этом не уменьшит доли государства в акционерном обществе.

Таблица 1**Динамика балансовых показателей Банка ВТБ за 2013 г., тыс. руб.****Table 1****The dynamics of VTB's balance sheet items for 2013, thousand RUB**

Параметр	31.12.2012	31.12.2013	Темп роста, %	Изменение в абсолютном значении
Средства акционеров	104 605 413	129 605 413	1,239	25 000 000
Источники собственных средств	642 329 912	764 225 478	1,19	121 895 566
Привлеченные средства	3 670 848 085	4 503 862 355	1,227	833 014 270
Активы	4 313 177 997	5 268 087 833	1,22	954 909 836
(УК по доп. эмиссии (0,041 руб.)) / Активы	0,099	0,101	1,014	—
(УК по ном. стоимости (0,01 руб.))/(Собственный капитал)	0,163	0,17	1,041	—

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring**Таблица 2****Факторный анализ балансовых показателей Банка ВТБ за 2013 г., тыс. руб.****Table 2****The factor analysis of VTB's balance sheet items for 2013, thousand RUB**

Показатель	Данные на 31.12.2012	Данные на 31.12.2013	Влияние фактора на итоговый рост активов, %	Изменение в абсолютных значениях
Средства акционеров	104 605 413	129 605 413	0,03	25 000 000
Эмиссионный доход	361 901 101	439 401 101	0,08	77 500 000
Нераспределенная прибыль	147 203 157	150 579 872	0,004	3 376 715
Привлеченные средства	3 670 848 085	4 503 862 355	0,87	833 014 270
Прочие синергетические факторы	Рассчитываются по остаточному принципу	Рассчитываются по остаточному принципу	0,02	16 018 851
Активы	4 313 177 997	5 268 087 833	1	954 909 836

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring

Рисунок 1
Динамика котировок акций ВТБ за май 2013 г., руб.

Figure 1
The dynamics of prices for VTB's shares for May 2013, RUB



Источник: авторская разработка

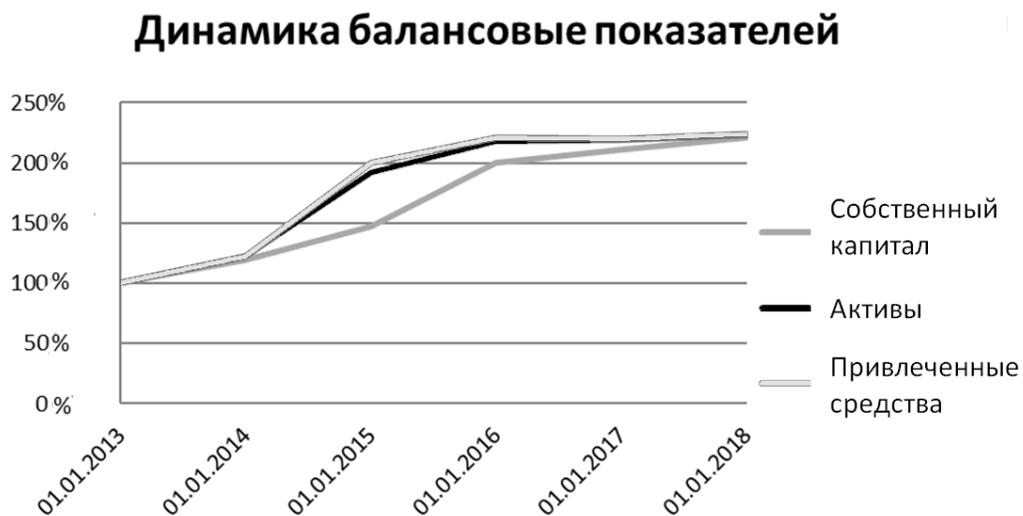
Source: Authoring

Рисунок 2

Динамика роста балансовых показателей за период 2013—2018 гг.

Figure 2

The dynamics of balance sheet items growth for the period 2013–2018

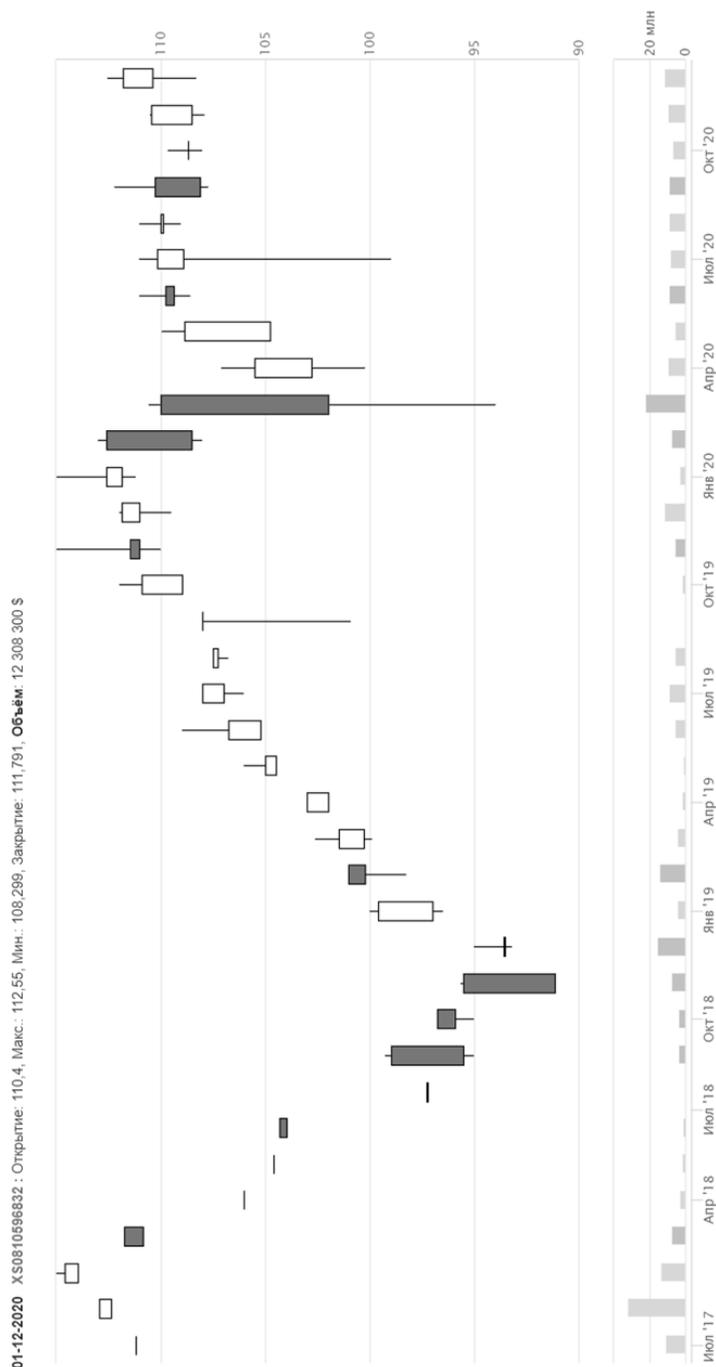


Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Рисунок 3
График бессрочных облигаций ВТБ за период 2017–2020 гг.

Figure 3
The schedule of VTB's perpetual bonds for 2017–2020



Источники: авторская разработка

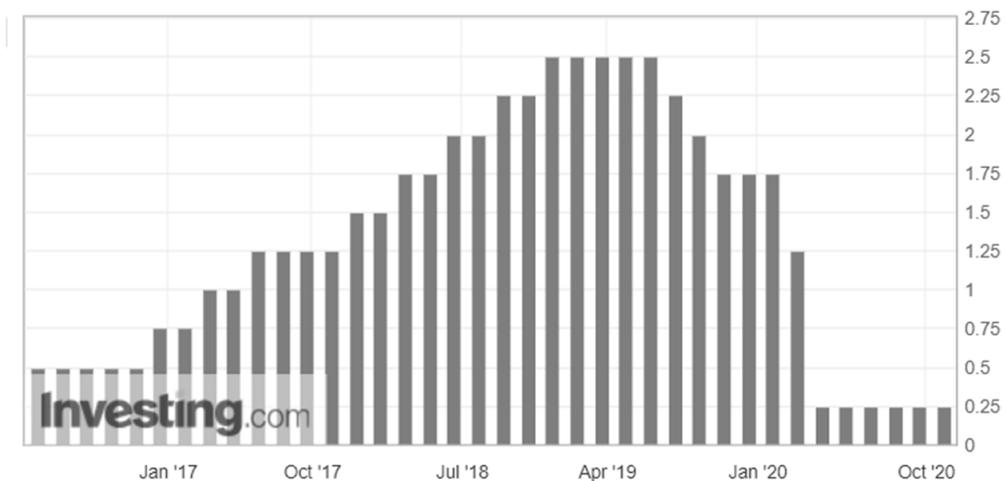
Source: Authoring

Рисунок 4

График изменения базовой процентной ставки ФРС США

Figure 4

The schedule of changes in the U.S. Federal Reserve interest rate



Источник: Investing.com

Source: Investing.com

Список литературы

1. Глебова А.Г., Ивановская Ж.В., Лукашенко И.В. Тенденции и перспективы интеграции фондовых рынков Евразийского Экономического Союза // *Экономика и управление: проблемы, решения*. 2020. Т. 2. № 7. С. 141–151.
2. Меркулина И.А., Казакова А.В. Направления повышения эффективности малых и средних промышленных предприятий в условиях импортозамещения // *Международный научно-исследовательский журнал*. 2007. № 3-2. С. 94–96.
3. Муравицкая Н.К., Адушева А.Ю. Хеджирование как способ минимизации рисков экономических субъектов // *Вестник Поволжского государственного университета сервиса. Серия: Экономика*. 2019. № 2-3. С. 83–91.
4. Печалова М.Ю. Проблемы реализации инвестиционных проектов в условиях режима экономических санкций // *Банковское дело*. 2017. № 4. С. 42–54.
5. Соколова Е.С., Федюнин А.С. Методические аспекты выбора приоритетных направлений международного бизнеса для российских компаний // *Самоуправление*. 2019. Т. 2. № 1. С. 146–149.
6. Соколова Е.С., Федюнин А.С. Оптимизация взаимоотношений банков и клиентов, обслуживаемых по направлению Private Banking в России и за рубежом // *Инновации и инвестиции*. 2019. № 2. С. 102–104.
7. Федорова Е.А., Гузовский Я.Е., Лукашенко И.В. Оценка применимости модифицированного бета-коэффициента на российском фондовом рынке // *Экономический анализ: теория и практика*. 2017. Т. 16. № 11. С. 2163–2176. URL: <https://doi.org/10.24891/ea.16.11.2163>
8. Цвирко С.Э. Моделирование управления суверенными фондами // *Известия Волгоградского государственного технического университета*. 2016. № 1. С. 147–155.
9. Цвирко С.Э. Модельное обеспечение долговой стратегии России // *Экономика и предпринимательство*. 2016. № 6. С. 787–792.

10. Чалдаева Л.А., Данилин А.А. Рынок государственных облигационных заимствований и его влияние на экономику России // *Экономика и управление: проблемы, решения*. 2017. Т. 2. № 11. С. 61—69.
11. Чалдаева Л.А., Клышко Р.Н. Фондовый рынок России и факторы, влияющие на его динамику // *Экономика и управление: проблемы, решения*. 2018. Т. 4. № 1. С. 76—82.

Информация о конфликте интересов

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

TRANSACTIONS OF VTB BANK WITH DEBT AND EQUITY SECURITIES

Larisa A. CHALDAEVA ^{a*}, Arsenii A. DANILIN ^b

^a Financial University under Government of Russian Federation,
Moscow, Russian Federation
chaldaeve45@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0001-6203-4968>

^b Financial University under Government of Russian Federation,
Moscow, Russian Federation
astra1001a@yandex.ru
<https://orcid.org/0000-0003-3097-6031>

* Corresponding author

Article history:

Article No. 16/2021
Received 18 Jan 2021
Received in revised
form 5 February 2021
Accepted 19 Feb 2021
Available online
28 May 2021

JEL classification:

G12, G21, G32

Keywords: SPO,
perpetual bond, VTB,
assets

Abstract

Subject. This article covers VTB's operations with securities and their effect on bank's financial sustainability and growth in assets. The main focus of the study was put on secondary public offering in 2013 and the issue of perpetual bonds in 2012 by VTB.

Objectives. We assess the dynamics of VTB's balance sheet items as a result of secondary public offering. We analyze consequences of perpetual bonds issued in terms of their lucrativeness for the issuer and investors. The study identifies factors affecting the market value and liquidity of VTB's perpetual bonds on the MOEX.

Methods. The research methods are based on the factor analysis of VTB's balance sheet items. Statistical, graphical and economic analyses are also used in the study.

Results. Secondary public offering caused a significant growth of the bank's assets. The issue of perpetual bonds allows increasing tier 1 capital of VTB.

Conclusions and Relevance. Based on the results, recommendations were presented for VTB bank concerning the equity and debt securities. We determined negative consequences that might happen after another issue of bonds, which can influence an amount of the State's share in VTB. We especially consider the future issue of VTB's bonds in terms of coupon payments, which may help reduce expenditures on the servicing of debt bonds issued.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2021

Please cite this article as: Chaldaeve L.A., Danilin A.A. Transactions of VTB Bank with Debt and Equity Securities. *Finance and Credit*, 2021, vol. 27, iss. 5, pp. 998–1021.
<https://doi.org/10.24891/fc.27.5.998>

References

1. Glebova A.G., Ivanovskaya Zh.V., Lukashenko I.V. [Trends and prospects for the stock market integration of Eurasian Economic Union]. *Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniya = Economics and Management: Problems, Solutions*, 2020, vol. 2, no. 7, pp. 141–151. (In Russ.)
2. Merkulina I.A., Kazakova A.V. [Directions for increasing the efficiency of small and medium-sized industrial enterprises in the context of import substitution]. *Mezhdunarodnyi nauchno-issledovatel'skii zhurnal = International Research Journal*, 2007, no. 3-2, pp. 94–96. (In Russ.)
3. Muravitskaya N.K., Adusheva A.Yu. [Hedging as a way to minimize risks of economic entities]. *Vestnik Povolzhskogo gosudarstvennogo universiteta servisa. Seriya: Ekonomika = Vestnik of VRSUS. Economics*, 2019, no. 2-3, pp. 83–91. (In Russ.)
4. Pechalova M.Yu. [Issues of implementing investment projects under economic sanctions]. *Bankovskoe delo = Banking*, 2017, no. 4, pp. 42–54. (In Russ.)
5. Sokolova E.S., Fedyunin A.S. [Methodological aspects of selecting priority areas of international business for Russian companies]. *Samoupravlenie*, 2019, vol. 2, no. 1, pp. 146–149. (In Russ.)
6. Sokolova E.S., Fedyunin A.S. [Enhancement of the relationships between banks and private banking customers in Russia and abroad]. *Innovatsii i investitsii = Innovations and Investments*, 2019, no. 2, pp. 102–104. (In Russ.)
7. Fedorova E.A., Guzovskii Ya.E., Lukashenko I.V. [Evaluating the applicability of modified beta coefficient in the Russian stock market]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*, 2017, vol. 16, no. 11, pp. 2163–2176. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.24891/ea.16.11.2163>
8. Tsvirko S.E. [Modeling of sovereign welfare funds' management]. *Izvestiya Volgogradskogo gosudarstvennogo tekhnicheskogo universiteta = Izvestia VSTU*, 2016, no. 1, pp. 147–155. (In Russ.)
9. Tsvirko S.E. [Modeling provision for Russian debt strategy]. *Ekonomika i predprinimatel'stvo = Journal of Economy and Entrepreneurship*, 2016, no. 6, pp. 787–792. (In Russ.)

10. Chaldaeve L.A., Danilin A.A. [Satte bond loans market and its influence on the Russian economy]. *Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniya = Economics and Management: Problems, Solutions*, 2017, vol. 2, no. 11, pp. 61–69. (In Russ.)
11. Chaldaeve L.A., Klyshko R.N. [The Russian stock market and factors influencing its dynamics]. *Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniya = Economics and Management: Problems, Solutions*, 2018, vol. 4, no. 1, pp. 76–82. (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.