

Рынок корпоративных облигаций в России:

структура, динамика развития и перспективы.

За период становления становление рынка корпоративных облигаций в России с середины 1999г. по начало 2004г. 154 эмитентами (предприятиями различных отраслей) размещено 238 выпусков, на сумму порядка 161,6 млрд. руб. по номиналу; финансовыми структурами (банками, небанковскими кредитными организациями, а также дочерними обществами, со стопроцентным участием банка – учредителя), размещено 76 выпусков на сумму (по номиналу) 45,6 млрд. руб., в том числе 7 выпусков квази-ипотечных ценных бумаг, размещенных 4 операторами рынка ипотечных кредитов на сумму 4,7 млрд. руб.

Данные о динамике размещения и погашения выпусков (см. табл. 1) демонстрируют динамичный рост рынка корпоративных облигаций. Наибольшее развитие он получил в 2002 – 2003 г.г., когда размещено 59% от общего количества и 65% от общего объема размещенных выпусков.

Табл. 1. Динамика размещения и погашения выпусков корпоративных облигаций

Период	Количество выпусков		Объем выпусков, тыс. руб.	
	размещено	погашено	размещено	погашено
1999г.	11	0	12 877 007	0
2000г.	42	10	31 919 585	860 000
2001г.	73	15	29 174 000	2 575 700
2002г.	95	52	57 186 500	17 365 407
2003г.	89	41	71 500 000	33 171 485

Рост числа эмиссий и превышение количества и объемов размещаемых выпусков над количеством и объемами погашаемых в большинстве кварталов исследуемого периода обусловило положительную динамику изменения емкости (рассчитанной как суммарная

номинальная стоимость облигаций, находящихся в обращении) и количества выпусков в обращении, представленную в табл. 2.

Табл. 2. Динамика емкости рынка и количества выпусков в обращении

Дата	Кол-во выпусков в обращении	Емкость рынка, тыс. руб.
01.01.00	11	12 877 007
01.01.01	43	43 935 692
01.01.02	101	70 533 992
01.01.03	144	109 855 085
01.01.04	182	148 229 600

Изменение структуры рынка корпоративных облигаций (см. табл. 3) в части существенного поступательного увеличения доли выпусков со сроком обращения более 1 года, но не более 3-х лет при сокращении роли краткосрочных выпусков свидетельствует об усилении позиции корпоративных облигаций как инструмента финансирования долгосрочных инвестиционных проектов.

За 2002 – 2003г.г. резко снизилась доля краткосрочных выпусков (срок обращения менее 1года), что обусловлено улучшением условий краткосрочного кредитования и размещения векселей, в т.ч. в связи с развитием рынка облигаций, как конкурирующего. Поскольку один из наиболее важных факторов, существенно повышавших относительную стоимость краткосрочного финансирования с использованием корпоративных облигаций – налог на операции с ценными бумагами – сохранялся неизменным.

Не менее важный предмет анализа – объем размещаемых выпусков облигаций, т.к. традиционно выпуски облигаций позволяют привлекать большие объемы средств, чем банковские кредиты. Структура рынка по объемам выпуска показана в табл. 4. Основной тенденцией стало последовательное укрупнение выпусков облигаций, что особенно ярко проявилось в эмиссиях нефинансовых организаций. С развитием вторичного рынка

облигаций к 2003г. стандартными сроками обращения стали 2 и 3 года а объемами эмиссии 500, 1 000 1 500 млн. руб.

Табл. 3. Структура рынка корпоративных облигаций по срокам обращения выпусков

		Кол-во выпусков	В % от общего кол-ва выпусков	Объем выпусков, тыс. руб.	В % от общего объема выпусков
1999 год	до 1 года	2	18,18%	17 000	0,13%
	более 1 года, но не более 3-х лет	4	36,36%	4 076 985	32,29%
	более 3-х лет	5	45,45%	8 534 000	67,58%
2000 год	до 1 года	18	42,86%	2 566 700	7,73%
	более 1 года, но не более 3-х лет	16	38,10%	19 943 830	60,03%
	более 3-х лет	8	19,05%	10 021 000	30,16%
2003 год	до 1 года	4	4,88%	750 000	1,00%
	более 1 года, но не более 3-х лет	69	84,15%	57 084 990	76,01%
	более 3-х лет	9	10,98%	17 270 000	22,99%

По состоянию на конец 2003г. сравнение основных параметров облигаций и кредитов коммерческих банков дает следующие результаты:

- Приблизительно равная стоимость заимствования: 12 – 17% годовых¹ по рублевым кредитам и 10 – 16% по корпоративным облигациям;
- Существенное превышение сроков обращения облигаций над сроками предоставления кредитов: 75% (от общего объема) кредитов выдается на срок менее 1 года и 5% на срок более 3-х лет², 75% средств привлечено при помощи выпуска облигаций на срок от 2-3 года и 25% - на срок более 3-х лет³,

¹ В соответствии с данными Бюллетеня банковской статистики № 11 (126) – www.cbr.ru

² Там же.

³ Рассчитано на основании параметров выпусков корпоративных облигаций, размещенных в 2003г. Объем средств, привлеченных на срок менее 1 года – 0,02%.

- Средний объем выпуска облигаций существенно превышает средний объем банковского кредита⁴.

Табл. 4. Структура рынка корпоративных облигаций по объемам выпусков

		Кол-во выпусков	В % от общего кол-ва выпусков	Объем выпусков, тыс. руб.	В % от общего объема выпусков
1999 год	до 300 млн. руб.	5	45,45%	113 985	0,90%
	от 301 до 1 000 млн. руб.	0	0,00%	0	0,00%
	более 1 000 млн. руб.	6	54,55%	12 514 000	99,10%
2000 год	до 300 млн. руб.	23	50,00%	1 457 135	4,39%
	от 301 до 1 000 млн. руб.	13	28,26%	8 363 830	25,18%
	более 1 000 млн. руб.	10	21,74%	23 400 000	70,44%
2003 год	до 300 млн. руб.	19	23,18%	2 994 990	3,99%
	от 301 до 1 000 млн. руб.	42	51,22%	28 210 000	37,56%
	более 1 000 млн. руб.	21	25,61%	43 900 000	58,45%

Отраслевая структура эмиссий корпоративных облигаций за период 1999 – 2000г.г. претерпела изменения. Для 1999 – 2001 г.г. характерна высокая концентрация ресурсов в лидирующей отрасли с тенденцией к снижению (в 1999г. 67,09% от объема зарегистрированных выпусков приходилось на эмиссии предприятий нефти и газа; в 2000г. 39% - на энергетику; в 2001г. 45% - нефть и газ). К 2003г. распределение ресурсов стало более равномерным, а отраслевой состав эмитентов существенно расширился.

Этапы развития рынка корпоративных облигаций в России

В зависимости от экономической ситуации в стране, изменений в законодательстве, в том числе в налоговой сфере, предприятия осуществляли облигационные заимствования на

⁴ Воробьева З. Рынок корпоративных облигаций России 1999 – 2002гг.// Банковское дело в Москве; 2002, № 6. С.28.

различных условиях, определивших характерные черты того или иного этапа в развитии рынка корпоративных облигаций России. И на каждом этапе развития и становления этого сегмента финансового рынка применялись определенные методы и инструменты финансового инжиниринга, адекватные макроэкономическим показателям России.

1 этап Докризисное стихийное развитие рынка

Характерные параметры эмиссий:

- товарная индексация или погашение в товарное форме;
- эмитенты: производители или предприятия добывающей отрасли;
- небольшое число эмитентов и выпусков;
- отсутствие организованного вторичного рынка.

Впервые в России облигации, сконструированные на основе финансового инжиниринга, возникли как ответ на высокую инфляцию и дефицит товаров. Предприятия, нуждавшиеся в привлечении инвестиционных средств, не могли использовать инструменты фондового рынка с фиксированной доходностью, поскольку отсутствовали инвесторы, готовые принять на себя процентный риск, а ставки по банковским кредитам являлись слишком высокими. Дефицит товаров побуждал потребителей искать новые (нетрадиционные) способы их приобретения. Инструментом, удовлетворявшим потребности обеих сторон, стали корпоративные облигации с встроенным деривативом на товары, продукцию, ресурсы, производимые или добываемые самими заемщиками.

Наиболее известными выпусками этого этапа стали контракты «Гермеса» (1992г.), привязанные к индексу цен на нефть (продукты нефтепереработки, лесоматериалы), являвшиеся суррогатами ценных; облигации АвтоВаза (1993 г.), привязанные к индексу цен на автомобили⁵; облигации нефтяной компании ОАО «Коминнефть», выплаты по которым осуществлялись товарной продукцией или в денежной форме (расчет суммы производился на основе результатов фактической реализации нефти по отпускным ценам эмитента⁶) и т.д.

⁵ Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995.

⁶ Проспект эмиссии облигационного займа ОАО «Коминнефть» // «Экономика и жизнь». – 1994. - № 18. – с. 10.

Эти инструменты отвечали основному принципу финансового инжиниринга – **предоставление возможности участия инвестору в росте доходов эмитента**. Однако другой важный принцип – **объективный и не зависящий от эмитента порядок определения стоимости инструмента финансового инжиниринга** – не соблюдался: в большинстве случаев в качестве параметра, по которому производилась индексация, использовались отпускные цены самого производителя, что могло приводить к значительным злоупотреблениям. Основным методом финансового инжиниринга являлось **комбинирование**, применявшееся для конструирования **платности и способа погашения**. Финансовый инжиниринг применялся для придания облигации характеристик кредита, погашаемого в товарной или денежной форме, как наиболее понятного для сторон финансового продукта, при этом включенные в структуру облигаций инструменты финансового инжиниринга – деривативы с товарным базисом как таковые участниками рынка не рассматривались.

II этап середина 1999 - середина 2000г.г. Ориентация на иностранных инвесторов.

Характерные параметры эмиссий:

- ориентация на привлечение инвестиционных средств нерезидентов, за счет индексации купонных выплат и/или номинала в соответствии с изменением курса рубля к доллару США, что обеспечивало фактически валютную доходность;
- срок обращения от 3-х до 5-ти лет с возможностью досрочного погашения;
- эмитенты – в основном крупнейшие предприятия нефтегазовой отрасли и энергетики.

Первые публичные размещения корпоративных облигаций начались с середины 1999г., когда нерезидентам, чьи средства были заморожены на счетах типа "С", было разрешено покупать корпоративные облигации российских эмитентов. Ориентация на привлечение средств нерезидентов, с одной стороны, и наличие значительной экспортной (валютной) выручки у крупнейших российских компаний, с другой, а также существенные колебания

курса рубля обусловили порядок формирования доходности, позволявший обеспечить валютную доходность и, тем самым, хеджировать валютный и отчасти страновой риски.

Другой сохраняющий свою актуальность параметр - предоставление инвестору возможности требовать досрочного погашения облигаций в заранее установленные сроки (т.е. сокращать срок обращения облигаций). За счет этого пятилетние облигации ОАО "ТНК" в восприятии их владельцев стали двухгодичными. Способствуя снижению рисков инвесторов, такой вариант не позволяет эмитенту определить необходимый для выкупа объем средств заранее, а также исключает возможность хотя бы частичного рефинансирования.

Основной концепцией финансового инжиниринга оставалась возможность инвестора участвовать в дополнительных доходах эмитента (связанных с изменением валютного курса). Параллельно применялась и концепция сегментирования рынка в части ориентации на иностранного инвестора. Для достижения этого основным инструментом финансового инжиниринга в этот период стали опционы на доллар США и на саму облигацию (в части возможности представить инструмент к досрочному погашению).

III этап март 2000г. - март 2001г. Ориентация на привлечение средств физических лиц.

Характерные параметры эмиссий:

- ориентация на привлечение средств индивидуальных инвесторов;
- формирование доходности в зависимости от ставки по вкладам физических лиц в региональных отделениях Сбербанка РФ;
- эмитенты - региональные предприятия связи.

Для этого периода характерны эмиссии, рассчитанные на привлечение средств индивидуальных инвесторов, благодаря формированию доходности в зависимости от изменения ставки по вкладам физических лиц в территориальных отделениях Сбербанка РФ (как правило, по пенсионным вкладам, как традиционно наиболее высоким). Примерами могут служить выпуски ОАО "Уралсвязьинформ", размер купонного дохода по облигациям

которого превышал ставку по вкладу в 1,18 раз, и ОАО "АЛОЙЛ" - размер купонного дохода определялся на базе ставки по срочному вкладу, плюс 9% годовых.

Основной концепцией финансового инжиниринга на данном этапе стала **концепция сегментирования рынка**, реализация которой заключалась в формировании доходности с использованием **опционов на процентные ставки по вкладам физических лиц**. Однако принцип участия инвесторов в дополнительных доходах эмитента не соблюдался, что повышало кредитный риск. Вторым методом финансового инжиниринга была **декомпозиция**: 9 из 13 выпусков были зарегистрированы в один день, что позволяет предположить стремление эмитента остаться в компетенции регионального отделения ФКЦБ России.

IV этап сентябрь 2000 – апрель 2002 гг. Ориентация на привлечение средств финансовых институтов.

Характерные параметры эмиссий:

- ориентация на привлечение средств финансовых институтов;
- формирование доходности в зависимости от ставки рефинансирования ЦБ РФ и доходности ГКО-ОФЗ;
- использование оферт на досрочный выкуп, корректирующих как срок обращения, так и доходность инструмента;
- эмитенты широкий круг предприятий.

Дополнительная тенденция:

- использование облигаций для реоформления задолженности в акционерный капитал.

Стабилизация финансовых рынков России к концу 2000г. ситуация на финансовых, снижение ставок доходности государственных ценных бумаг и ставки рефинансирования ЦБ РФ, а также выход на рынок ценных бумаг предприятий, не имевших значительной валютной выручки обеспечили переориентацию эмитентов с валютной индексации

доходности облигаций на индексацию в зависимости от изменения ставки рефинансирования ЦБ РФ и доходности рынка ГКО-ОФЗ. Другой возможный фактор такого изменения порядка определения доходности – повышение инвестиционной российских финансовых институтов.

В этот период эмитенты использовали 3 основных варианта формирования доходности:

1. **доходность формируется как доля ставки рефинансирования ЦБ РФ** (ГУП "Таттелеком");
2. **в зависимости от представлений участников рынка о соотношении рисков вложений в бумаги эмитента и государственные ценные бумаги** (ОАО "Татнефть");
3. **использование доходности рынка ОФЗ в качестве ограничительного параметра** (ОАО "МГТС").

На этом этапе также не соблюдался основной принцип финансового инжиниринга – участие инвестора в дополнительных доходах эмитента, что грозило неплатежеспособностью эмитенту в случае повторения кризиса. Однако в случае укрепления экономики страны (что было реалистичным прогнозом) снижение ставки рефинансирования и доходности ГКО-ОФЗ, соответственно, означало и удешевление заимствования для эмитентов.

Для управления сроком обращения облигаций начали использоваться оферты. Инструмент позволял не только виртуально сократить срок обращения облигации, но и скорректировать ее доходность путем выкупа купонной облигации в день выплаты очередного купона по цене выше или ниже номинала.

В этот же период эмитентами Центрального федерального округа использовались **выпуски облигаций, конвертируемых в акции**. Причиной этому послужил запрет прямого переоформления задолженности в акции. Как правило, срок обращения облигаций был незначительным (до 2 месяцев), размещались облигации по номиналу и не предполагали периодических выплат. Объем эмиссии колебался в пределах 5 000 - 176 639 тыс. руб.

V этап сентябрь апрель 2002 – декабрь 2003 гг. Упрощение структуры и управление сроками.

Характерные параметры эмиссий:

- ориентация на привлечение средств широкого круга инвесторов;
- преобладание фиксированного дохода;
- установление одного или нескольких купонов на аукционе;
- досрочное погашения и выкуп для управления рисками;
- эмитенты широкий круг предприятий.

Дополнительная тенденция

- установление ставки купона уполномоченным органом эмитента.

Облигации с фиксированным доходом размещались в России с 1999 г. Однако до середины 2001г. в силу общей нестабильности экономической ситуации в России, а также процесса становления рынка корпоративных облигаций, когда инвесторам были необходимы дополнительные гарантии получения дохода, эти облигации использовались либо для мелких выпусков, размещаемых по закрытой подписке (ЗАО "Тульский оценщик"), либо первоклассными заемщиками (ООО "Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал", ОАО "ММК"). Однако наиболее активно этот инструмент стал применяться именно на этом этапе, что свидетельствует о доверии участников к рынку. Инновация этого периода – **облигация со снижающейся ставкой (*step-down bond*)** – дополнительно подтверждает оптимистичность прогнозов большинства участников рынка относительно дальнейшего развития ситуации на финансовом рынке. Примерами служат выпуски ОАО «Меллянефть», ООО «Поспелихинская макаронная фабрика», ЗАО «Ист Лайн Хэндлинг».

Проведение **аукциона по определению ставки купонного дохода** при фиксированной цене размещения облигации – результат финансового инжиниринга, направленного на снижение относительных затрат на привлечение средств (в плане уплачиваемого налога на операции с ценными бумагами), также этот метод в наибольшей мере способствует установлению адекватной рыночным условиям и характеристикам займа ставки купонного

дохода. Структура займа становится проще, однако возможность точного прогнозирования ставки как у эмитента, так и у инвесторов отсутствует.

Наиболее часто аукцион (или конкурс) используется для определения размера первого купона, ставки по следующим купонам могут определяться следующими методами:

1. **Устанавливается для первого периода и фиксируется на весь срок обращения** (впервые применен ООО «Альфа-Эко М», выпуск зарегистрирован 20.09.2002г.).
2. **Устанавливаются в численном выражении в решении о выпуске**, при этом может быть предусмотрена **фиксированная весь период ставка** (ОАО «Сиситема Финанс Инвестментс», ОАО «Каустик» и пр.) и **снижающаяся ставка** (ООО «Финансовая компания «ЕвразХолдинг», ОАО «Концерн «Ижмаш» и пр.)
3. **Определяются уполномоченным органом эмитента.**
4. **Определяются серией последовательных аукционов** (ОАО «Объединенные машиностроительные заводы»).
5. **Ставка по остальным купонам ставится в зависимость от какого-либо показателя финансового рынка**, например доходности рынка ГКО – ОФЗ или индекса потребительских цен (ОАО «Вимм – Биль – Данн Продукты питания»).
6. **Комбинирование этих приемов.**

Размер одного или нескольких купонных доходов определяется решением Совета Директоров, что предполагает, что по всем или части купонов ставка инвесторам заранее не известна (например, облигации Номос-банка, ОАО «Челябинский металлургический комбинат»). Соответственно, инвестор, как и в предыдущем случае, лишается возможности точно прогнозировать размер получаемого дохода. Однако он может продать облигацию эмитенту или предъявить ее к погашению, в случае если установленный размер купонного дохода его не устроит (предоставление **опционов-колл** на облигации их держателям). Поскольку эмитент в большинстве случаев не заинтересован в досрочном выкупе облигаций, устанавливаемая ставка соответствует рыночным показателям по аналогичным

инструментам. Это исключает возможность эмитента получать премию в случае падения ставок, однако предотвращает потери в случае их роста.

Такой порядок ставит в принципиально иное положение эмитентов, делая их интересы при формировании структуры займа главенствующими. В то же время отрицательные последствия объявления ущемляющей интересы держателей облигаций ставки обеспечивают определенную защищенность инвестора.

В этот период **выкуп по требованию инвесторов** применялся наряду с возможностью досрочного погашения. По сравнению с предыдущим этапом дата первого выкупа не всегда фиксировалась, превращая инструмент в дополнительную защитную меру на случай ухудшения конъюнктуры.

Новацией стало предоставление держателям облигаций возможности **требовать досрочного погашения** в случаях существенных изменений в деятельности и структуре собственности как эмитента, так и поручителей. Так, владельцы облигаций ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты питания» имеют право предъявить облигации к досрочному погашению при снижении кредитных качеств эмитента и повышении риска неисполнения обязательств или значительных изменений в структуре управления компанией, что также повышает риски. Облигации ООО «Нортгаз-финанс» позволяют их держателям требовать досрочного погашения в случае вывода активов и пр.

Единственным выпуском, предполагавшим возможность **досрочного погашения по требованию эмитента** стала эмиссия ООО «Илим Палп Финанс».

Впервые нефинансовыми структурами осуществлен выпуск **облигаций с амортизируемой суммой основного долга** (до этого такая структура применялась только ОАО «Первая ипотечная компания»). Пионерами стали ООО «Джей – Эф – Си Интернешнл» и ОАО «Нижнекамскнефтехим».

Помимо характерных для определенного этапа развития рынка корпоративных облигаций параметров выпусков в течение 1999 – 2003г.г. эмитенты использовали

бескупонные облигации. Такая структура выпуска достаточно проста для понимания инвесторов и, благодаря размещению на аукционе, позволяет им сформировать требуемую доходность. Для эмитента выпуск менее привлекателен по сравнению с выпуском облигаций с одним купоном, выплачиваемым при погашении, поскольку налог на операции с ценными бумагами уплачивается с объема эмиссии по номиналу, что повышает относительную стоимость денег. Эти факторы позволяют использовать этот инструмент, в основном, для привлечения средств на короткий срок – до 1 года. По бескупонным облигациям годовая доходность, как правило, ниже, чем по купонным. Это может быть вызвано более коротким сроком обращения (от 3-х месяцев до 1 года) и, соответственно, меньшими рисками.

Первым публичным размещением дисконтных облигаций стала серия выпусков ОАО "ММК", зарегистрированных 24.01.00г. Годовая доходность колебалась в пределах 18 – 32% годовых в зависимости от сроков обращения (от 110 до 200 дней). Уникальность этого выпуска заключалась в отсутствии у инвесторов возможности повлиять на доходность: цену размещения установил Совет директоров эмитента.

Большинством эмитентов бескупонных облигаций применялась традиционная модель – размещение на аукционе, т.е. самостоятельное установление доходности инвесторами (ОАО "РТК-ЛИЗИНГ", ФК "Рабо Инвест").

Перспективы развития рынка облигаций

В целом тенденции развития российского рынка корпоративных облигаций соответствуют основному направлению развития финансового инжиниринга – переходу от применения его методов для повышения инвестиционной привлекательности продуктов к усилению его значения для управления рисками.

Учитывая динамику развития этого сегмента финансового рынка в 1999 – 2003 г.г. можно прогнозировать дальнейший рост количества размещаемых выпусков, начиная с апреля 2004г. с сопутствующим ростом емкости рынка, темпы которого, вероятнее всего, несколько снизятся.

При формировании **объема выпуска** будет сохраняться тенденция к стандартизации, заключающаяся в установлении объемов кратных 500 млн. руб. с преобладанием выпусков объемом 500 и 1 000 млн. руб. При этом доля выпусков объемом более 1 000 млн. руб. в ближайшие 3 года не будет превышать 30% общего количества выпусков. Вероятно, сохранение доли крупных выпусков на уровне 50 – 60% с вероятным небольшим повышением доли в секторе эмиссий нефинансовых компаний. Ограничение налога на операции с ценными бумагами, а также активизация выпуска облигаций крупнейшими эмитентами может способствовать дальнейшему укрупнению объемов выпусков.

В области **сроков заимствования** наиболее вероятно параллельное действие двух основных тенденций: сохранение роли среднесрочных заимствований и усиление роли долгосрочных выпусков. Для первых вероятно включение в структуру опциона, позволяющего инвестору требовать досрочного погашения в случае существенного изменения положения заемщика (с превалированием факторов нефинансового характера: изменения в составе Совета директоров, изменение структуры собственности и т.д.), а также сохранение выкупа с возможностью дальнейшего обращения, в более длительной перспективе для крупных среднесрочных выпусков вероятен отказ от такого способа модификации параметра. Для долгосрочных облигаций перспективным представляется использование опционов на выкуп и досрочное погашение, а также использование амортизации суммы основного долга.

В краткосрочной перспективе возможно повышение доли краткосрочных выпусков, связанное с относительным удешевлением привлечения средств за счет резкого снижения налога на операции с ценными бумагами, особенно значимого для крупных выпусков.

Устойчивая тенденция к упрощению структуры среднесрочных заимствований (облигаций со сроком обращения 2 – 3 года) позволяет прогнозировать **дальнейшее расширение числа эмитентов**, а также увеличение доли предприятий, не относящихся к телекоммуникационной, энергетической и добывающим отраслям, например, предприятий

легкой и химической промышленности. Дополнительным стимулом расширения числа эмитентов станет снижение налога на операции с ценными бумагами.

Возможен выход на рынок представителей относительно «новых» для указанного сегмента рынка отраслей – например, строительной, что может повлечь изменения **в системе обеспечения облигаций**, а также **расширить ряд показателей – базисных активов деривативов, используемых при формировании доходности** (например, выпуск облигаций, доходность которых зависит от средней стоимости метра жилплощади и т.д.).

В области **формирования доходности** вероятны также две основные тенденции, связанные с ранее указанными изменениями: упрощение структуры среднесрочных заимствований, подразумевающее применение фиксированных ставок и ставок, определяемых на аукционе, а также усложнение структуры заимствований для усиления защиты от рисков, связанных с удлинением сроков займа до 5 – 7 лет, т.е. повышение роли деривативов на различные виды активов. Для последних вероятно использование такой финансовой инновации как применение **опционов collar** при определении доходности, т.е. введение одновременно как верхней, так и нижней границы доходности (напомним, ранее использовались только опционы floor и cap, ограничивающие нижнюю или верхнюю границы, соответственно).

В связи с высокими темпами развития рынка деривативов, возможна замена оферт самостоятельно обращающимися опционами, а также развитие рынка в направлении выпуска пакетных продуктов на основе облигаций.

Аспирант Воробьева З.А.
23.03.2004г.

Рекомендую к публикации в журнале «Вестник Финансовой Академии»

Научный руководитель
Зав. кафедрой «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»
доктор экономических наук, профессор
Миркин Я.М.
23.03.2004г.