

**САМОРЕГУЛИРУЕМАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ
«НАЦИОНАЛЬНАЯ ФОНДОВАЯ АССОЦИАЦИЯ»**

ПРОЕКТ «РАЗВИТИЕ АНДЕРРАЙТИНГА В РОССИИ»

**Я.М. Миркин, С.В. Лосев, Б.Б.Рубцов,
И.В. Добашина, З.А.Воробьева**

**Руководство по организации эмиссии и
обращения корпоративных облигаций**

«Альпина Паблишер»,

Москва - 2004

САМОРЕГУЛИРУЕМАЯ
ОРГАНИЗАЦИЯ



НАЦИОНАЛЬНАЯ
ФОНДОВАЯ
АССОЦИАЦИЯ



СРО «Национальная фондовая ассоциация» выражает благодарность авторам настоящего Руководства, а также организациям-членам НФА – спонсорам Проекта, без которых его осуществление было бы невозможно.

Предисловие

Введение

Глава 1. Корпоративные облигации как инструмент привлечения предприятиями долгового финансирования

1.1. Выпуск корпоративных облигаций: значение рынка, положительные и отрицательные стороны, задачи эмитента *(с включением материалов ВТБ)*

1.1.1 Макроэкономическое значение рынка облигаций

1.1.2 Корпоративные облигации: «за» и «против» для эмитента

1.1.3 Основные цели и задачи выпуска корпоративных облигаций

1.2. Понятие и виды корпоративных облигаций

1.3. Рынок корпоративных облигаций в России: структура, динамика развития, перспективы *(с включением материалов НДЦ)*

1.4. Международная практика выпуска и организации обращения корпоративных облигаций

1.4.1 Иностранные рынки корпоративных облигаций: динамика и соотношение с рынками государственных заимствований

1.4.2 Рынок корпоративных облигаций США

1.4.3 Корпоративные облигации в Японии

1.4.4 Германская практика выпуска и обращения корпоративных облигаций

1.4.5 Корпоративные облигации в Великобритании

1.4.6 Рынки высокорискованных корпоративных облигаций: опыт организации и его значение для российской практики *(с включением материалов РОСБАНКА)*

Глава 2. Регулятивные условия выпуска корпоративных облигаций

2.1. Регулятивные требования к эмитентам

2.2. Регулятивные требования к инвесторам в корпоративные облигации

2.3. Налогообложение эмитентов и инвесторов, связанное с выпуском и обращением облигаций

2.3.1 Налогообложение эмитента

2.3.2 Налогообложение инвестора

Глава 3. Технология подготовки, регистрации и размещения облигационного займа

3.1. Технологическая схема облигационного займа

3.2. Основные этапы работ по облигационному займу

- 3.3.1 Предварительная оценка и фондовая инвентаризация эмитента
- 3.3.2 Подготовка облигационного займа и принятие решения эмитентом
- 3.3.3 Регистрация облигационного займа и раскрытие информации
- 3.3.4 Работа с потенциальными инвесторами
- 3.3.5 Размещение облигационного займа

Глава 4. Создание информационной базы и разработка инвестиционного проекта для подготовки облигационного займа

- 4.1. Запрашиваемые данные для предварительной оценки эмитента и его фондовой инвентаризации
- 4.2. Формирование информационной базы для разработки инвестиционного проекта, лежащего в основе облигационного займа
- 4.3. Разработка инвестиционного проекта для облигационного займа
 - 4.3.1 Паспорт предприятия. Описание предприятия и отрасли
 - 4.3.2 Финансово-экономический анализ деятельности предприятия
 - 4.3.3 Производственный план
 - 4.3.4 Анализ рынка и план маркетинга
 - 4.3.5 Организационный план
 - 4.3.6 Финансовый план
 - 4.3.7 Риски проекта
 - 4.3.8 Формирование резюме
- 4.4. Информационная база для подготовки пакета документов, необходимых для регистрации облигационного займа
- 4.5. Инвестиционный меморандум о выпуске облигаций

Глава 5. Оценка стоимости и методы расчета доходности корпоративных облигаций

- 5.1. Оценка теоретической стоимости облигаций
- 5.2. Расчет показателей текущей доходности и полной доходности облигаций
- 5.3. Оценка облигаций в случае m – кратного начисления процентов в год
- 5.4. Расчет показателя доходности облигаций с нулевым купоном
- 5.5. Облигации с фондом погашения

Глава 6. Финансовый инжиниринг облигаций и разработка Концепции облигационного займа

- 6.1. Конструирование корпоративных облигаций *(с включением материалов ВТБ, ВБРР, Банка «СОЮЗ»)*
 - 6.1.1 Основы финансового инжиниринга корпоративных облигаций

- 6.1.2 Схема конструирования корпоративных облигаций и Концепция облигационного займа. Связь с проспектом ценных бумаг и отчетом об итогах выпуска
 - 6.1.3 Выбор эмитента и потенциальных инвесторов для облигационного займа
 - 6.1.4 Номинал облигаций и объем облигационного займа
 - 6.1.5 Время как параметр облигации
 - 6.1.6 Обеспечение займа как инструмент снижения кредитного риска
 - 6.1.7 Ценовые стратегии при конструировании облигаций, цена и доходность займа
 - 6.1.8 Учет требований ликвидности и поддержания вторичного рынка при конструировании облигационного займа
- 6.2. Конструирование облигаций: связь с рынком субфедеральных и муниципальных облигационных займов *(с включением материалов РОСБАНКА и ИК АВК)*

Глава 7. Взаимодействие эмитента с профессиональными участниками рынка ценных бумаг *(с включением материалов ВТБ, Телекомбанка, Банка «СОЮЗ», НДЦ)*

- 7.1. Андеррайтеры и организаторы выпуска
 - 7.1.1 Инвестиционный банк как посредник между эмитентом и рынком
 - 7.1.2 Классификация услуг инвестиционных банков, связанных с размещением корпоративных облигаций
 - 7.1.3 Услуги по организации выпуска ценных бумаг. Организатор и со-организатор выпуска
 - 7.1.4 Услуги по андеррайтингу выпуска облигаций. Андеррайтер. Формы андеррайтинга
- 7.2. Технология первичного размещения корпоративных облигаций
 - 7.2.1 Эмиссионный синдикат: понятие, статус и функции членов
 - 7.2.2 Международный опыт: структура эмиссионных синдикатов и ценообразование в них
 - 7.2.3 Варианты организации эмиссионных синдикатов в российской практике
 - 7.2.4 Андеррайтинговый и синдикационный договора
 - 7.2.5 Роль организатора / ведущего андеррайтера на различных этапах размещения и обращения корпоративных облигаций
- 7.3. Взаимодействие с фондовой биржей и инфраструктурой рынка ценных бумаг в процессе первичного размещения облигаций

Глава 8. Инструменты анализа облигаций *(с включением материалов ГУТА-БАНКА)*

- 8.1. Облигационные индексы
 - 8.1.1 Методы расчета облигационных индексов

- 8.1.2 Международная практика расчета индексов по корпоративным облигациям
- 8.1.3 Российские облигационные индексы (корпоративные облигации)
- 8.2. Оценка кредитного риска облигаций в кредитном рейтинге
 - 8.2.1 Рейтинговые агентства
 - 8.2.2 Организация и технология рейтинга корпоративных облигаций
- 8.3. Системы оценки кредитного риска, разрабатываемые профессиональными посредниками (банками, брокерскими компаниями)
- 8.4. Оценка процентного риска облигаций

Библиография

Книги

Статьи из периодических изданий

Приложения:

- Приложение 1 Корпоративные облигации, находящиеся в обращении (на 31 марта 2004 г.)
- Приложение 2 Бизнес-план инвестиционного проекта (пример)
- Приложение 3 Расчеты теоретической стоимости облигаций
- Приложение 4 Публичная безотзывная оферта по облигационному займу
- Приложение 5 Проспект ценных бумаг
- Приложение 6 Отчет об итогах выпуска

Информация об андеррайтерах-участниках Проекта.

ОАО «Банк Внешней торговли»

ОАО «Всероссийский Банк Развития регионов»

ОАО АКБ «РОСБАНК»

Банк «СОЮЗ»

ЗАО КБ «ГУТА-БАНК»

ЗАО «Северо-Западный Телекомбанк»

ЗАО ИК «АВК»

ИК «Еврофинансы»

Национальный Депозитарный Центр

Предисловие

В рамках проекта «Развитие андеррайтинга на российском рынке ценных бумаг» саморегулируемая организация «Национальная фондовая ассоциация» представляет впервые издаваемое Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций, подготовленное коллективом специалистов кафедры ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой академии при Правительстве РФ в сотрудничестве с крупнейшими банками и инвестиционными компаниями – членами СРО НФА, являющимися крупнейшими организаторами отечественного рынка облигаций.

Проект осуществляется под патронажем Попечительского Совета, в состав которого входят Златкис Б.И. (Министерство финансов РФ), Вьюгин О.В. (ФСФР), Колесников Г.И. (ФКЦБ России), Корищенко К.Н. (Банк России), Аксаков А.Г. (Государственная Дума РФ), Тарачев В.А. (Государственная Дума РФ), Акинъшин А.И. (ОАО «Внешторгбанк»), Алтунин А.А. (Сбербанк РФ), Потемкин А.И. (ММВБ), Мальшиева И.В. (Группа АВК), Алиев Г.Р. (ОАО АКБ «Росбанк»), Сапрыкин К.В. (АКБ «Союз»), Осипенко Т.В. (ВБРР), Иванов С.В. (ЗАО «Телекомбанк»), Гомин А.Е. (ЗАО КБ «ГУТА-БАНК»), Волков К. А. (СРО НФА), Филаретов А.Ю. (СПВБ), Гуревич М.И. (Эллис-банк, Н.Новгород), Новиков Ю.И. (ЗАО «Возрождение»).

На основе российской и международной практики в Руководстве дается детальная характеристика корпоративных облигаций как инструмента привлечения предприятиями долгового финансирования и регулятивных условий их выпуска. Раскрываются технологическая схема подготовки, регистрации и размещения облигационного займа, структура и порядок формирования информационной базы для выпуска облигаций, методика разработки инвестиционных проектов, обеспечивающих целевое использование и источники погашения для облигационных займов, методы расчета доходностей и оценки облигаций. На этой основе детально описан процесс конструирования корпоративных облигаций как инструмента финансового инжиниринга. Изложен порядок взаимодействия с финансовым консультантом, брокером, депозитарием, платежным агентом, фондовой биржей, федеральными органами в процессе первичного размещения облигаций и при организации их вторичного обращения в торговых системах. Представлен аналитический и справочный инструментарий, необходимый для профессиональной деятельности в облигационных проектах.

В Руководстве использованы «Стандарты деятельности по андеррайтингу и предоставлению других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг» СРО НФА, а также материалы по практической деятельности в сфере андеррайтинга участников проекта: Внешторгбанк, Всероссийский Банк Развития Регионов, Гута-банк, Банк «Союз», (бывший «Ингосстрах-Союз»), Росбанк, Северо-ападный Телекомбанк, ИК АВК, Еврофинансы, Национальный депозитарный центр.

Руководство предназначено для специалистов-практиков предприятий, банков и инвестиционных и финансовых компаний и фондов, работающих в сфере ценных бумаг, организации эмиссий и корпоративного финансирования, для представителей профессиональных участников финансового рынка, эмитентов ценных бумаг, государственных органов законодательной и исполнительной власти, экспертов, а также преподавателей, слушателей магистратуры, программ МВА и аспирантов высших учебных заведений, осуществляющих образовательные и научные программы в области ценных бумаг и фондового рынка.

Поскольку Руководство имеет пилотный характер, поэтому естественны и неизбежны недостатки и несовершенства. Авторы будут признательны за замечания и предложения к тексту.

Настоящее Руководство предполагается широко обсудить в профессиональной среде в рамках указанного выше проекта. По результатам обсуждения планируется выпуск второго издания, доработанного и дополненного с учётом проведённого обсуждения.

Замечания по тексту Руководства, а также предложения по участию в проекте можно направлять по адресу: 101000, Москва, ул. Мясницкая, д. 24/7, стр.1, этаж 3, оф. 101; тел. /факс (095) 980-98-74, 705-96-82/84 Э/почта: info@nfa.ru, страница НФА в INTERNET: www.nfa.ru.

Президент СРО «Национальная фондовая ассоциация»
К.А. Волков

Исполнительный вице-президент СРО «Национальная
фондовая ассоциация»
Е.М. Воропаева

Введение

В 90-е годы наиболее распространенной формой привлечения финансовых ресурсов промышленными предприятиями являлись банковское кредитование, управление кредиторской задолженностью и операции с векселями.

С 1999 г. - с момента нового старта развития финансового рынка России – все большее распространение находит выпуск корпоративных облигаций как способ получения крупных сумм финансирования на длинные сроки, дающий возможность, обращаясь ко всему рынку, преодолеть те ограничения, которые связаны с индивидуальными кредитными сделками и предельными возможностями отдельно взятых коммерческих банков.

Четыре года развития рынка корпоративных облигаций создали обычаи делового оборота, дали возможность отработать стартовый пакет технологий, организационных и экономических решений, позволивших этому рынку постоянно наращивать свои обороты, а инвесторам и эмитентам удовлетворять свои потребности в доходности, ликвидности и риске.

Настоящее Руководство – первое отечественное издание, в котором обобщается опыт российского рынка корпоративных облигаций; создается справочная основа для тех, кто впервые выходит на этот рынок; представляется лучшая практика, отобранная специалистами, давно присутствующими на рынке облигаций и ежедневно, своими операциями формирующими новые финансовые инструменты и технологии.

В дальнейшие расширенные издания Руководства предполагается включить методики по выпуску ипотечных ценных бумаг, жилищных сертификатов и иных специальных финансовых инструментов, связанных с финансированием проектов в сфере недвижимости.

Руководство подготовлено по инициативе и с помощью СРО «Национальная фондовая ассоциация», кафедры ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой академии при Правительстве РФ. Приносим особую благодарность Ректору ФА при Правительстве РФ А.Г. Грязновой, руководителям СРО НФА К.А.Волкову и Е.М.Воропаевой, которым проект издания руководства по корпоративным облигациям обязан своим существованием и результатом.

Важнейший вклад в подготовку Руководства внесен Председателем Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе Ю.С.Сизовым, по чьей инициативе были разработаны «Методические рекомендации по подготовке облигационных займов средними промышленными предприятиями для привлечения финансирования в инвестиционные проекты» (2002 г.), давшие импульс процессу подготовки настоящего Руководства.

В Руководстве объединен опыт финансовых институтов – операторов на рынке корпоративных облигаций, работающих на этом рынке с 1999 – 2000 гг. Участниками проекта, представившими ценные обобщения своего опыта разработки и продвижения на рынок корпоративных облигационных займов (эти материалы были включены в книгу), являются банки и инвестиционные компании- члены СРО НФА.

Авторский коллектив издания надеется на дальнейшее успешное развитие облигационного бизнеса в России, в том числе, финансовых институтов – участников проекта, принимая во внимание высокий профессиональный уровень их эмиссионных подразделений.

Руководство подготовлено авторским коллективом (под руководством заведующего кафедрой ценных бумаг Финансовой академии при Правительстве РФ, проф., д.э.н. Я. М. Миркина и кандидата экономических наук С. В. Лосева) в составе: д.э.н. Я.М.Миркин, к.э.н. С.В.Лосев, д.э.н. Б.Б.Рубцов, к.э.н. И.В.Добашина, З.А.Воробьева, к.э.н. М.В.Ефимов, Е.М.Харитоновна, М.В.Шапедько, А.Л.Жандарова.

Авторство по разделам:

Глава 1, п. 1.1 – д.э.н. Миркин Я.М., к.э.н. Лосев С.В., З.А.Воробьева, с включением материалов ОАО «Внешторгбанк».

Глава 1, п. 1.2 – д.э.н. Миркин Я.М., к.э.н. Лосев С.В., А.Л.Жандарова.

Глава 1, п. 1.3 – Воробьева З.А., с включением материалов Национального депозитарного центра.

Глава 1, п. 1.4.1 – 1.4.5 – д.э.н. Рубцов Б.Б.

Глава 1, п. 1.4.6 – материалы АКБ «Росбанк».

Глава 2, п.п. 2.1 – 2.2 - д.э.н. Миркин Я.М.

Глава 2, п. 2.3 – Е.М.Харитоновна, д.э.н. Миркин Я.М.

Глава 3 - к.э.н. Лосев С.В., д.э.н. Миркин Я.М., М.В.Шапедько, А.Л.Жандарова.

Глава 4 - к.э.н. Лосев С.В., д.э.н. Миркин Я.М., М.В.Шапедько.

Глава 5 - к.э.н. Добашина И.В.

Глава 6, п. 6.1 – д.э.н. Миркин Я.М., Воробьева З.А., Лосев С.В., с включением материалов ОАО «Внешторгбанк», Всероссийского Банка Развития Регионов, ОАО АКБ «Союз» (бывший «Ингосстрах-Союз»).

Глава 6, п. 6.2 – материалы АКБ «Росбанк», инвестиционной компании «АВК»

Глава 7 - д.э.н. Миркин Я.М., с включением материалов ОАО «Внешторгбанк», ЗАО «Северо-Западный Телекомбанк», ОАО АКБ «Союз», Национального депозитарного центра.

Глава 8, п.8.1 – к.э.н. Добашина И.В.

Глава 8, п.8.2 – д.э.н. Миркин Я.М.

Глава 8, п.8.3 – материалы ЗАО КБ «Гута-банк» (Васильченко А.И., Дикушин В.М., Свиридов С.В., Игнатов А.В.).

Глава 8, п.8.4 – к.э.н. Добашина И.В.

Сокращения, используемые в Руководстве

Гражданский кодекс РФ, ГК РФ

Гражданский кодекс Российской Федерации (части первая, вторая и третья) (с последующими изменениями и дополнениями)

Закон «Об акционерных обществах»

Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. N 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (с последующими изменениями и дополнениями)

Закон «Об обществах с ограниченной ответственностью»

Федеральный закон от 8 февраля 1998 г. N 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (с последующими изменениями и дополнениями)

Закон «О рынке ценных бумаг»

Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (с последующими изменениями и дополнениями)

Закон «Об ипотеке»

Федеральный закон от 16 июля 1998 г. N 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (с последующими изменениями и дополнениями)

| | |
|---|---|
| Закон «О налоге на операции с ценными бумагами» | Закон РФ «О налоге на операции с ценными бумагами» от 12 декабря 1991 г. № 2023-1 (с последующими изменениями и дополнениями) |
| Закон «Об организации страхового дела в Российской Федерации» | Закон РФ от 27 ноября 1992 г. № 4015-1 «Об организации страхового дела в Российской Федерации» (с последующими изменениями и дополнениями) |
| Закон «О банках и банковской деятельности» | Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» от 2 декабря 1990 г. № 395 – 1 (с последующими изменениями и дополнениями) |
| Закон «О негосударственных пенсионных фондах» | Федеральный закон от 7 мая 1998 г. N 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» |
| Закон «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» | Федеральный закон от 24 июля 2002 г. № 111 – ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» |
| Закон «Об инвестиционных фондах» | Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ |
| Стандарты эмиссии ценных бумаг | Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденные постановлением ФКЦБ России от 18 июня 2003 г. № 03-30/пс |
| Положение о раскрытии информации | Положение о порядке раскрытия информации о существенных фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг, утвержденное Постановлением ФКЦБ России от 12 августа 1998 г. № 32 |
| Положение о раскрытии информации при эмиссии | Постановление ФКЦБ России от 2 июля 2003 г. № 03-32/пс «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» |

1.3. Рынок корпоративных облигаций в России: структура, динамика развития, перспективы

Динамика выпуска корпоративных облигаций

Начиная с 1999 года, когда началось становление рынка корпоративного долга в России, и до конца 2003 г. 154 эмитентами (промышленными предприятиями различных отраслей) размещено 238 выпусков корпоративных облигаций, на сумму порядка 161,6 млрд. руб. по номиналу.¹

За этот период финансовыми структурами, к которым мы относим банки, небанковские кредитные организации, а также дочерние общества, со стопроцентным участием банка – учредителя, размещено 76 выпусков на сумму (по номиналу) 45,6 млрд. руб. (в т.ч. 7 выпусков квази-ипотечных ценных бумаг, размещенных 4 операторами рынка ипотечных кредитов на сумму 4,7 млрд. руб.).

Список корпоративных облигаций, находящихся в обращении по состоянию на 31 марта 2004 г., приведен в *приложении 1*.

Динамика размещения и погашения выпусков представлена в *таблице 1.12*.

Таблица 1.12

Динамика размещения и погашения выпусков корпоративных облигаций

| | Эмиссии финансовых организаций | | | | Эмиссии нефинансовых организаций | | | | Всего | | | |
|-----------------|--------------------------------|----------|---------------------------|-----------|----------------------------------|----------|---------------------------|------------|-----------------|----------|---------------------------|------------|
| | Кол-во выпусков | | Объем выпусков, тыс. руб. | | Кол-во выпусков | | Объем выпусков, тыс. руб. | | Кол-во выпусков | | Объем выпусков, тыс. руб. | |
| | размещено | погашено | размещено | погашено | размещено | погашено | размещено | погашено | размещено | погашено | размещено | погашено |
| II кв. 1999 г. | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 3 000 000 | 0 | 1 | 0 | 3 000 000 | 0 |
| III кв. 1999 г. | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0 | 4 254 000 | 0 | 4 | 0 | 4 254 000 | 0 |
| IV кв. 1999 г. | 0 | 0 | 0 | 0 | 6 | 0 | 5 623 007 | 0 | 6 | 0 | 5 623 007 | 0 |
| I кв. 2000 г. | 1 | 0 | 1 000 | 0 | 4 | 0 | 2 100 000 | 0 | 5 | 0 | 2 101 000 | 0 |
| II кв. 2000 г. | 3 | 0 | 1 552 950 | 0 | 13 | 2 | 10 375 000 | 300 000 | 16 | 2 | 11 927 950 | 300 000 |
| III кв. 2000 г. | 3 | 1 | 1 680 035 | 170 000 | 2 | 4 | 2 230 000 | 177 000 | 5 | 5 | 3 910 035 | 347 000 |
| IV кв. 2000 г. | 7 | 1 | 9 098 000 | 113 000 | 9 | 2 | 4 881 700 | 100 000 | 16 | 3 | 13 979 700 | 213 000 |
| I кв. 2001 г. | 2 | 1 | 950 000 | 1 000 | 10 | 2 | 5 442 500 | 1 000 000 | 12 | 3 | 6 392 500 | 1 001 000 |
| II кв. 2001 г. | 4 | 0 | 3 249 000 | 0 | 21 | 2 | 3 365 000 | 95 000 | 25 | 2 | 6 614 000 | 95 000 |
| III кв. 2001 г. | 1 | 0 | 1 000 000 | 0 | 9 | 2 | 3 870 000 | 70 700 | 10 | 2 | 4 870 000 | 70 700 |
| IV кв. 2001 г. | 8 | 2 | 2 700 000 | 697 000 | 18 | 6 | 8 597 500 | 712 000 | 26 | 8 | 11 297 500 | 1 409 000 |
| I кв. 2002 г. | 6 | 1 | 3 900 000 | 500 000 | 13 | 8 | 6 961 000 | 1 387 500 | 19 | 9 | 10 861 000 | 1 887 500 |
| II кв. 2002 г. | 5 | 7 | 2 900 000 | 1 799 000 | 19 | 15 | 6 955 000 | 1 579 000 | 24 | 22 | 9 855 000 | 3 378 000 |
| III кв. 2002 г. | 9 | 2 | 1 500 000 | 200 000 | 10 | 5 | 7 511 000 | 814 900 | 19 | 7 | 9 011 000 | 1 014 900 |
| IV кв. 2002 г. | 12 | 3 | 8 760 000 | 4 000 000 | 21 | 11 | 18 699 500 | 7 085 007 | 33 | 14 | 27 459 500 | 11 085 007 |
| I кв. 2003 г. | 4 | 2 | 3 365 000 | 330 000 | 13 | 3 | 7 210 000 | 2 850 000 | 17 | 5 | 10 575 000 | 3 180 000 |
| II кв. 2003 г. | 9 | 10 | 4 885 000 | 1 782 950 | 22 | 12 | 19 070 000 | 13 631 000 | 31 | 22 | 23 955 000 | 15 413 950 |
| III кв. 2003 г. | 2 | 2 | 520 000 | 367 035 | 26 | 4 | 26 430 000 | 6 100 000 | 28 | 6 | 26 950 000 | 6 467 035 |
| IV кв. 2003 г. | 1 | 5 | 300 000 | 2 150 000 | 12 | 13 | 9 720 000 | 5 960 500 | 13 | 18 | 10 020 000 | 8 110 500 |

¹ База данных, ведущаяся автором, на основании официальных публикаций эмитентов, финансовых регуляторов, организаторов торговли

Анализ данных показывает, что рынок корпоративных облигаций, как сегмент финансового рынка, динамично растет. При этом наибольшее развитие он получил в 2002 – 2003 гг., когда было размещено 93 и 99 выпусков, а их объем составил 57,2 и 71,5 млрд. руб., что составляет 29% и 30% от количества и 29% и 36% от стоимостного объема размещенных выпусков.

Расширение рынка в 2003 г. в целом было достигнуто за счет существенного увеличения количества размещенных выпусков нефинансовыми организациями и их суммарного объема: 73 выпуска (по сравнению с 61 в 2002 г.) на общую сумму 60,4 млрд. руб. (по сравнению с 40,1 млрд. руб. в 2002 г.). В секторе эмиссий финансовых организаций наблюдалось сокращение количества и объемов выпусков: 16 выпусков (по сравнению с 32 в 2002 г.) на общую сумму 9,1 млрд. руб. (по сравнению с 17,1 млрд. руб. в 2002 г.).

Структура эмиссионной активности в пределах года на протяжении всего периода оставалась достаточно стабильной: пики приходились на IV квартал, тогда как в 2003 году, напротив, пик активности пришелся на III квартал (в предыдущие годы в этот период на рынке было относительное затишье). Однако, вероятнее всего, это нельзя рассматривать как смену тенденции, поскольку стремление участников рынка разместить выпуски в III квартале (традиционный период отпусков) в значительной степени было обусловлено возрастающими в связи с выборами к концу года политическими рисками.

Динамичный рост числа эмиссий с превышением количества и объемов размещаемых выпусков над количеством и объемами погашаемых в большинстве кварталов исследуемого периода обусловило изменения таких важных показателей рынка корпоративных облигаций, как его емкость (суммарная номинальная стоимость облигаций, находящихся в обращении) и количество выпусков в обращении. Их динамика представлена в *таблице 1.13*.

Как следует из данных таблицы в последнем квартале 2003 г. изменение этих показателей за исследуемый период была худшей: незначительное повышение емкости при сокращении количества выпусков, находящихся в обращении. Однако, на наш взгляд, такая ситуация не свидетельствует об изменении тенденции и постепенном снижении активности в будущем, а является следствием указанных ранее рисков, действие которых закончится к марту 2004 г.

Таблица 1.13

Динамика стоимостной емкости рынка и количества выпусков в обращении

| | Эмиссии финансовых организаций | | Эмиссии нефинансовых организаций | | Суммарно | |
|----------|--------------------------------|--------------------------|----------------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------------|
| | Кол-во выпусков в обращении | Емкость рынка, тыс. руб. | Кол-во выпусков в обращении | Емкость рынка, тыс. руб. | Кол-во выпусков в обращении | Емкость рынка, тыс. руб. |
| 01.07.99 | 0 | 0 | 1 | 3 000 000 | 1 | 3 000 000 |
| 01.10.99 | 0 | 0 | 5 | 7 254 000 | 5 | 7 254 000 |
| 01.01.00 | 0 | 0 | 11 | 12 877 007 | 11 | 12 877 007 |
| 01.04.00 | 1 | 1 000 | 15 | 14 977 007 | 16 | 14 958 007 |
| 01.07.00 | 4 | 1 553 950 | 26 | 25 052 007 | 30 | 26 605 057 |
| 01.10.00 | 6 | 3 063 985 | 24 | 27 105 007 | 30 | 30 168 992 |
| 01.01.01 | 12 | 12 048 985 | 31 | 31 886 707 | 43 | 43 935 692 |
| 01.04.01 | 13 | 12 997 985 | 39 | 36 329 207 | 52 | 49 327 192 |
| 01.07.01 | 17 | 16 246 985 | 58 | 39 599 207 | 75 | 55 846 192 |
| 01.10.01 | 18 | 17 246 985 | 65 | 43 398 507 | 83 | 60 645 492 |
| 01.01.02 | 24 | 19 249 985 | 77 | 51 284 007 | 101 | 70 533 992 |
| 01.04.02 | 29 | 22 149 985 | 82 | 56 857 507 | 111 | 79 007 492 |

| | | | | | | |
|----------|----|------------|-----|-------------|-----|-------------|
| 01.07.02 | 27 | 23 250 985 | 86 | 62 233 507 | 113 | 85 484 492 |
| 01.10.02 | 34 | 24 550 985 | 91 | 68 929 607 | 125 | 93 480 592 |
| 01.01.03 | 43 | 29 310 985 | 101 | 80 544 100 | 144 | 109 855 085 |
| 01.04.03 | 45 | 32 345 985 | 111 | 84 904 100 | 156 | 117 250 085 |
| 01.07.03 | 44 | 35 448 035 | 121 | 90 343 100 | 165 | 125 791 135 |
| 01.10.03 | 44 | 35 601 000 | 143 | 110 673 100 | 187 | 146 274 100 |
| 01.01.04 | 40 | 33 751 000 | 142 | 114 478 600 | 182 | 148 229 600 |

Структура рынка корпоративных облигаций по срокам займов

Поскольку эмиссии корпоративных облигаций традиционно рассматриваются как инструмент финансирования долгосрочных инвестиционных проектов, направленных на модернизацию основных средств, развитие технологий и т.д., рассмотрим структуру выпусков с точки зрения сроков привлечения средств, данные представлены в *таблице 1.14*.²

Значительная часть эмиссий, зарегистрированных в период 2000 – 2003 гг. содержала опционы на досрочный выкуп / погашение, оформленные офертами (как будет показано далее эти опционы предоставлялись инвестору и только в одном случае эмитенту, что составляет крайне незначительную долю). Соответственно, при анализе рисков в процессе покупки бумаги инвестор мог рассматривать ее как облигацию со сроком обращения равным сроку до даты первой оферты.

Однако в связи с тем, что в большинстве случаев оферты содержали обязательство эмитента или третьего лица на выкуп облигации с возможностью дальнейшего обращения, с точки зрения эмитента срок оставался более длительным (для выкупа не требуется наличие собственных средств: может быть привлечен технический кредит до дальнейшей продажи облигации). Поэтому в расчетах мы опирались на сроки обращения, указанные в решениях о выпуске и проспектах ценных бумаг (проспектах эмиссии) без учета наличия опционов на досрочный выкуп.

Таблица 1.14

Структура рынка корпоративных облигаций по срокам обращения выпусков

| | | Эмиссии финансовых организаций | | | | Эмиссии нефинансовых организаций | | | | Все эмиссии | | | |
|----------|-----------------------------------|--------------------------------|------------------------|---------------------------|------------------------|----------------------------------|------------------------|---------------------------|------------------------|-----------------|------------------------|---------------------------|------------------------|
| | | Кол-во выпусков | В % от кол-ва выпусков | Объем выпусков, тыс. руб. | В % от объема выпусков | Кол-во выпусков | В % от кол-ва выпусков | Объем выпусков, тыс. руб. | В % от объема выпусков | Кол-во выпусков | В % от кол-ва выпусков | Объем выпусков, тыс. руб. | В % от объема выпусков |
| 1999 год | до 1 года | 1 | 50,00% | 1 000 | 100,00% | 1 | 10,00% | 16 000 | 0,13% | 2 | 18,18% | 17 000 | 0,13% |
| | более 1 года, но не более 3-х лет | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% | 4 | 40,00% | 4 076 985 | 32,28% | 4 | 36,36% | 4 076 985 | 32,29% |
| | более 3-х лет | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% | 5 | 50,00% | 8 534 000 | 67,57% | 5 | 45,45% | 8 534 000 | 67,58% |

² Таблица составлена исходя из дат регистрации выпусков, тогда как предыдущая таблица составлялась исходя из дат размещения выпусков. Наличие временного лага, обусловленного как субъективными, так и объективными факторами, может привести к несовпадению периодов регистрации и размещения выпусков.

Ряд выпусков конвертируемых облигаций не имеет фиксированного срока обращения: он установлен как «до даты регистрации выпуска акций плюс t дней». Поскольку это принудительно конвертируемые выпуски, не оставляющие возможности эмитенту отказаться от акций, мы не включили эти выпуски в расчеты.

Мы считаем более при анализе параметров выпусков более показательным периодизацию по дате регистрации выпуска, поскольку эмиссия структурируется, как правило, в соответствии с тенденциями, действующими на рынке, тогда как ввиду изменения рыночной ситуации размещение может быть существенно отложено

| | | | | | | | | | | | | | |
|----------|-----------------------------------|----|--------|-----------|--------|----|--------|------------|--------|----|--------|------------|--------|
| 2000 год | до 1 года | 3 | 23,08% | 480 000 | 3,76% | 15 | 51,72% | 2 086 700 | 10,21% | 18 | 42,86% | 2 566 700 | 7,73% |
| | более 1 года, но не более 3-х лет | 4 | 30,77% | 3 900 000 | 30,51% | 12 | 41,38% | 16 043 830 | 78,49% | 16 | 38,10% | 19 943 830 | 60,03% |
| | более 3-х лет | 6 | 46,15% | 8 401 000 | 65,73% | 2 | 6,90% | 1 620 000 | 7,93% | 8 | 19,05% | 10 021 000 | 30,16% |
| 2001 год | до 1 года | 10 | 62,50% | 3 099 000 | 31,79% | 30 | 51,72% | 4 467 399 | 21,29% | 40 | 54,05% | 7 566 399 | 24,62% |
| | более 1 года, но не более 3-х лет | 4 | 25,00% | 4 000 000 | 41,03% | 25 | 43,10% | 10 507 500 | 50,08% | 29 | 39,19% | 14 507 500 | 47,21% |
| | более 3-х лет | 2 | 12,50% | 2 650 000 | 27,18% | 3 | 5,17% | 6 002 000 | 28,61% | 5 | 6,76% | 8 652 000 | 28,15% |
| 2002 год | до 1 года | 14 | 43,75% | 2 430 000 | 17,58% | 15 | 21,74% | 4 760 943 | 11,42% | 29 | 28,71% | 7 190 943 | 12,95% |
| | более 1 года, но не более 3-х лет | 15 | 46,88% | 8 395 000 | 60,72% | 52 | 75,36% | 36 694 990 | 87,99% | 67 | 66,34% | 45 089 990 | 81,20% |
| | более 3-х лет | 3 | 9,38% | 4 000 000 | 28,93% | 2 | 2,90% | 250 000 | 0,60% | 5 | 4,95% | 4 250 000 | 7,65% |
| 2003 год | до 1 года | 2 | 14,29% | 550 000 | 6,32% | 2 | 2,94% | 200 000 | 0,30% | 4 | 4,88% | 750 000 | 1,00% |
| | более 1 года, но не более 3-х лет | 11 | 78,57% | 7 085 000 | 81,39% | 58 | 85,29% | 49 999 990 | 75,30% | 69 | 84,15% | 57 084 990 | 76,01% |
| | более 3-х лет | 1 | 7,14% | 1 070 000 | 12,29% | 8 | 11,76% | 16 200 000 | 24,40% | 9 | 10,98% | 17 270 000 | 22,99% |

Тенденции изменения структуры зарегистрированных выпусков корпоративных облигаций за небольшими исключениями были едиными для эмиссий финансовых и нефинансовых организаций. Для анализа тенденций мы исключим 1999 г., поскольку основная целевая группа инвесторов была настолько специфична, что это не позволяет распространить анализ на все годы.

Для эмиссий как финансовых, так и нефинансовых организаций стало характерным существенное поступательное увеличение доли выпусков со сроком обращения более 1 года, но не более 3-х лет: до 78,57% и 85,29% (с 30,77% и 41,38% в 2000 г.), при этом в общем числе выпусков их доля в 2003 г. составила 84,15% (в 2000 г. этот показатель был равен 38,10%). Однако если стоимостной объем выпусков финансовых организаций, размещенных на срок более 1 года, но не более 3-х лет, также неукоснительно рос: с 30,51% в 2000 г. до 81,39% в 2003 г., то для нефинансовых организаций эта тенденция была нехарактерна.

Неоднозначно развивался сегмент долгосрочных облигаций, срок обращения которых составляет более 3-х лет. Для финансовых организаций доля этих выпусков в общем количестве на протяжении за период 2000 – 2003 гг. снизилась с 46,15% до 7,14%, а их доля в суммарном объеме с 65,73% до 12,29%.

Доля долгосрочных выпусков в общем количестве выпусков нефинансовых организаций в 2000 – 2002 гг. снижалась с 6,90% до 2,90% (однако абсолютный показатель фактически оставался неизменным: 2 – 3 выпуска). Однако в 2003 г. этот показатель составил 11,76% (или 8 выпусков). Доля таких выпусков в стоимостном объеме зарегистрированных эмиссий нефинансовых организаций колебалась от 0,60% (2002 г.) до 28,61% (20001 г.), а в 2003 г. составила 24,4% или 16,2 млрд. руб., что более чем в 2,5 раза превышает аналогичный показатель 2001 г. 6,00 млрд. руб.

За 2002 – 2003 гг. резко снизилась доля краткосрочных выпусков (срок обращения менее 1года). Наиболее значительной роль таких выпусков была в 2000 – 2001 гг., когда их доля составляла 23,08% и 62,5% в общем количестве выпусков финансовых организаций, 51,72% - нефинансовых организаций и 42,86% и 54,05% - суммарном количестве выпусков. В стоимостном объеме зарегистрированных выпусков их доля составляла: 3,76% и 31,79% - для финансовых организаций; 10,21% и 21,29% - для нефинансовых организаций, а также 42,86% и 19,05% в суммарном объеме зарегистрированных выпусков. В 2003 г. доля краткосрочных выпусков в числе эмиссий финансовых организаций составляла 14,29%, нефинансовых – 2,94%, в общем количестве выпусков – 4,88%, тогда как доля объема таких выпусков составляла 6,32%; 0,30% и 1,00%, соответственно. Вероятнее всего, это обусловлено улучшением условий получения краткосрочных кредитов и размещения векселей для привлечения краткосрочного финансирования, в т.ч. вызванным и развитием рынка облигаций,

фактически конкурирующим с рынком банковских кредитов. Поскольку один из наиболее важных факторов, существенно повышавших относительную стоимость краткосрочного финансирования с использованием корпоративных облигаций – налог на операции с ценными бумагами – сохранялся неизменным.

Как уже указывалось выше, по состоянию на конец 2003 г. сравнение основных параметров облигаций и кредитов коммерческих банков дает следующие результаты:

- Приблизительно равная стоимость заимствования: по рублевым кредитам коммерческих банков процентные ставки находятся на уровне 12 – 17% годовых³ тогда как по корпоративным облигациям в пределах 10 – 16%;
- Существенное превышение сроков обращения облигация над сроками предоставления кредитов: если 20% (от стоимостного объема) кредитов выдается на срок от 1 года до 3-х лет и только 5% на срок более 3-х лет⁴, то в 2003 г. 75% средств привлечено при помощи выпуска корпоративных облигаций на срок от 2-3 года и 25% - на срок более 3-х лет⁵,
- Средний объем выпуска облигаций существенно превышает средний объем банковского кредита⁶.

Структура рынка корпоративных облигаций по объемам выпуска

Не менее важным для анализа является и объем размещаемых выпусков облигаций, поскольку традиционно выпуски облигаций позволяют привлекать большие объемы средств, чем банковские кредиты. Структура рынка по объемам выпуска показана в *таблице 1.15*.

Таблица 1.15

Структура рынка корпоративных облигаций по объемам выпусков

| | | Эмиссии финансовых организаций | | | | Эмиссии нефинансовых организаций | | | | Все эмиссии | | | |
|----------|---------------------------|--------------------------------|------------------------|---------------------------|------------------------|----------------------------------|------------------------|---------------------------|------------------------|-----------------|------------------------|---------------------------|------------------------|
| | | Кол-во выпусков | В % от кол-ва выпусков | Объем выпусков, тыс. руб. | В % от объема выпусков | Кол-во выпусков | В % от кол-ва выпусков | Объем выпусков, тыс. руб. | В % от объема выпусков | Кол-во выпусков | В % от кол-ва выпусков | Объем выпусков, тыс. руб. | В % от объема выпусков |
| 1999 год | меньше 100 млн. руб. | 1 | 100,00% | 1 000 | 100,00% | 4 | 40,00% | 112 985 | 0,89% | 5 | 45,45% | 113 985 | 0,90% |
| | от 101 до 300 млн. руб. | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% |
| | от 301 до 1 000 млн. руб. | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% |
| | более 1 000 млн. руб. | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% | 6 | 60,00% | 12 514 000 | 99,09% | 6 | 54,55% | 12 514 000 | 99,10% |
| 2000 год | меньше 100 млн. руб. | 1 | 7,69% | 1 000 | 0,01% | 16 | 48,48% | 559 496 | 2,74% | 17 | 36,96% | 560 496 | 1,69% |
| | от 101 до 300 млн. руб. | 3 | 23,08% | 480 000 | 3,76% | 3 | 9,09% | 416 639 | 2,04% | 6 | 13,04% | 896 639 | 2,70% |
| | от 301 до 1 000 млн. руб. | 5 | 38,46% | 2 800 000 | 21,91% | 8 | 24,24% | 5 563 830 | 27,22% | 13 | 28,26% | 8 363 830 | 25,18% |
| | более 1 000 млн. руб. | 4 | 30,77% | 9 500 000 | 74,33% | 6 | 18,18% | 13 900 000 | 68,00% | 10 | 21,74% | 23 400 000 | 70,44% |
| 2001 год | меньше 100 млн. руб. | 2 | 12,50% | 199 000 | 2,04% | 26 | 44,07% | 561 899 | 2,68% | 28 | 37,33% | 760 899 | 2,48% |
| | от 101 до 300 млн. руб. | 5 | 31,25% | 900 000 | 9,23% | 13 | 22,03% | 2 440 000 | 11,63% | 18 | 24,00% | 3 340 000 | 10,87% |

³ В соответствии с данными Бюллетеня банковской статистики № 11 (126) – www.cbr.ru

⁴ Там же

⁵ Рассчитано на основании параметров выпусков корпоративных облигаций, размещенных в 2003 г. Объем средств, привлеченных на срок менее 1 года – 0,02%

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

| | | | | | | | | | | | | | |
|----------|---------------------------|----|--------|-----------|--------|----|--------|------------|--------|----|--------|------------|--------|
| | от 301 до 1 000 млн. руб. | 7 | 43,75% | 4 650 000 | 47,70% | 17 | 28,81% | 9 980 000 | 47,56% | 24 | 32,00% | 14 630 000 | 47,61% |
| | более 1 000 млн. руб. | 2 | 12,50% | 4 000 000 | 41,03% | 3 | 5,08% | 8 000 000 | 38,13% | 5 | 6,67% | 12 000 000 | 39,05% |
| 2002 год | меньше 100 млн. руб. | 3 | 9,38% | 230 000 | 1,66% | 14 | 20,59% | 579 490 | 1,39% | 17 | 17,00% | 809 490 | 1,46% |
| | от 101 до 300 млн. руб. | 18 | 56,25% | 3 795 000 | 27,45% | 20 | 29,41% | 4 075 000 | 9,77% | 38 | 38,00% | 7 870 000 | 14,17% |
| | от 301 до 1 000 млн. руб. | 8 | 25,00% | 5 900 000 | 42,68% | 27 | 39,71% | 18 050 000 | 43,28% | 35 | 35,00% | 23 950 000 | 43,13% |
| | более 1 000 млн. руб. | 3 | 9,38% | 3 900 000 | 28,21% | 7 | 10,29% | 19 000 000 | 45,56% | 10 | 10,00% | 22 900 000 | 41,24% |
| 2003 год | меньше 100 млн. руб. | 2 | 14,29% | 65 000 | 0,75% | 7 | 10,29% | 419 990 | 0,63% | 9 | 10,98% | 484 990 | 0,65% |
| | от 101 до 300 млн. руб. | 2 | 16,67% | 500 000 | 5,74% | 8 | 11,76% | 2 010 000 | 3,03% | 10 | 12,20% | 2 510 000 | 3,34% |
| | от 301 до 1 000 млн. руб. | 8 | 57,14% | 5 070 000 | 58,24% | 34 | 50,00% | 23 140 000 | 34,85% | 42 | 51,22% | 28 210 000 | 37,56% |
| | более 1 000 млн. руб. | 2 | 14,29% | 3 070 000 | 35,27% | 19 | 27,94% | 40 830 000 | 61,49% | 21 | 25,61% | 43 900 000 | 58,45% |

В целом за период 2000 – 2003 гг. можно констатировать существенное укрупнение выпусков облигаций, что особенно ярко проявилось в эмиссиях нефинансовых организаций. Существенно возросла доля крупных выпусков (именуемых рыночными за счет возможности организации ликвидного вторичного рынка): с 42,42% от общего количества выпусков в 2000 г. до 77,94% в 2003 г., при этом доля мелких выпусков (до 100 млн. руб.) существенно снизилась: с 48,48% до 10,29%, соответственно.

В 2003 г. существенно изменилась соотношение суммарных объемов крупных (от 301 млн. руб. до 1 000 млн. руб.) и сверхкрупных (более 1 000 млн. руб.). Если в 2001 – 2002 гг. доля таких выпусков в стоимостном объеме зарегистрированных эмиссий была приблизительно равной, то в 2003 г. фактически был повтор ситуации 2000 г., когда доля сверхкрупных выпусков приблизительно в 2 раза превосходила долю крупных: 68,00% и 27,22% в 2000 г. и 61,49% и 34,85% в 2003 г.

В целом за период 2000 – 2003 гг. с развитием организованного рынка облигаций основной тенденцией стала стандартизация параметров эмиссии в части объема и срока обращения: так стандартными сроками к 2003 г. стали 2 и 3 года, а объемами эмиссии 500, 1 000, 1 500 млн. руб.

Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций

С точки зрения отраслевой структуры эмиссий корпоративных облигаций за период 1999 – 2000 гг. рынок претерпевал определенные изменения. Динамика отражена в **таблице 1.16**.

Если для 1999 – 2000 гг. характерной особенностью была достаточно высокая концентрация ресурсов в лидирующей отрасли с тенденцией к снижению (в 1999 г. 67,09% от объема зарегистрированных выпусков приходилось на эмиссии предприятий нефтегазодобычи, 23,78% - на энергетику; в 2000 г. 39% - энергетика, 19,85% - нефтегазовая отрасль и 16,81% - машиностроение, в 2001 г. 45% - нефтегазодобыча), то к 2003 г. распределение ресурсов стало более равномерным.

Дополнительной тенденцией периода, свидетельствующей о развитии рынка корпоративных облигаций, стало расширение отраслевого состава эмитентов, а также рост доли выпусков предприятий легкой промышленности как в количестве, так и в стоимостном объеме зарегистрированных выпусков.

Еще одной особенностью 2003 г. стало резкое изменение соотношение объемов выпусков финансовых и нефинансовых организаций, если в 2000 – 2001 гг. соотношение сохранялось на уровне 1:2, то в 2002 г. оно составило 1:3, а в 2003 г. в результате сокращения объемов выпусков первых при существенном росте объемов выпусков вторых соотношение составило – 1:7,5.

Отраслевая структура эмиссий корпоративных облигаций

| | Отрасль | Кол-во выпусков | В % от общего кол-ва выпусков | Объем выпусков, тыс. руб. | В % от общего объема |
|----------------------------|----------------------------------|-----------------|-------------------------------|---------------------------|----------------------|
| 1999 год | Добыча | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% |
| | Машиностроение | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% |
| | Металлургия | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% |
| | Нефть и газ | 4 | 40,00% | 8 464 000 | 67,03% |
| | Пищевая промышленность | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% |
| | Строительство | 1 | 10,00% | 1 050 000 | 8,32% |
| | Телекоммуникации и связь | 2 | 20,00% | 42 978 | 0,34% |
| | Транспорт | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% |
| | Энергетика | 1 | 10,00% | 3 000 000 | 23,76% |
| | Прочие | 2 | 20,00% | 70 007 | 0,55% |
| | Всего нефинансовый сектор | 10 | 100,00% | 12 626 985 | 100,00% |
| Финансовые компании | 1 | 100,00% | 1 000 | 100,00% | |
| 2000 год | Добыча | 4 | 13,33% | 2 500 000 | 12,35% |
| | Машиностроение | 1 | 3,33% | 1 000 | 0,00% |
| | Металлургия | 11 | 36,67% | 3 403 830 | 16,81% |
| | Нефть и газ | 2 | 6,67% | 4 020 000 | 19,85% |
| | Пищевая промышленность | 1 | 3,33% | 700 | 0,00% |
| | Строительство | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% |
| | Телекоммуникации и связь | 6 | 20,00% | 925 000 | 4,57% |
| | Транспорт | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% |
| | Энергетика | 4 | 13,33% | 7 900 000 | 39,01% |
| | Прочие | 1 | 3,33% | 1 500 000 | 7,41% |
| | Всего нефинансовый сектор | 30 | 100,00% | 20 250 530 | 100,00% |
| Финансовые компании | 13 | 100,00% | 12 781 000 | 100,00% | |
| 2001 год | Добыча | 4 | 6,90% | 2 200 000 | 10,49% |
| | Машиностроение | 5 | 8,62% | 1 310 000 | 6,24% |
| | Металлургия | 10 | 17,24% | 2 380 000 | 11,35% |
| | Нефть и газ | 7 | 12,07% | 9 550 000 | 45,53% |
| | Пищевая промышленность | 9 | 15,52% | 2 035 999 | 9,71% |
| | Строительство | 3 | 5,17% | 34 400 | 0,16% |
| | Телекоммуникации и связь | 13 | 22,41% | 1 775 000 | 8,46% |
| | Транспорт | 2 | 3,45% | 614 000 | 2,93% |
| | Энергетика | 2 | 3,45% | 1 000 000 | 4,77% |
| | Прочие | 3 | 5,17% | 77 500 | 0,37% |
| | Всего нефинансовый сектор | 58 | 100,00% | 20 976 899 | 100,00% |
| Финансовые компании | 16 | 100,00% | 9 749 000 | 100,00% | |
| 2002 год | Добыча | 13 | 18,84% | 5 700 000 | 13,47% |
| | Машиностроение | 7 | 10,14% | 3 915 500 | 9,26% |
| | Металлургия | 7 | 10,14% | 6 650 000 | 15,72% |
| | Нефть и газ | 7 | 10,14% | 9 800 000 | 23,17% |
| | Пищевая промышленность | 4 | 5,80% | 750 000 | 1,77% |
| | Строительство | 4 | 5,80% | 382 000 | 0,90% |
| | Телекоммуникации и связь | 9 | 13,04% | 4 133 000 | 9,77% |
| | Транспорт | 2 | 2,90% | 1 500 000 | 3,55% |
| | Энергетика | 5 | 7,25% | 5 100 000 | 12,06% |
| | Прочие | 11 | 15,94% | 4 373 990 | 10,34% |
| | Всего нефинансовый сектор | 69 | 100,00% | 42 304 490 | 100,00% |
| Финансовые компании | 32 | 100,00% | 14 825 000 | 100,00% | |
| 2003 год | Добыча | 1 | 1,52% | 600 000 | 0,92% |
| | Машиностроение | 8 | 12,12% | 5 150 000 | 7,89% |
| | Металлургия | 7 | 10,61% | 14 850 000 | 22,74% |
| | Нефть и газ | 4 | 6,06% | 4 750 000 | 7,27% |
| | Пищевая промышленность | 18 | 27,27% | 12 610 000 | 19,31% |
| | Строительство | 1 | 1,52% | 19 990 | 0,03% |
| | Телекоммуникации и связь | 10 | 15,15% | 16 030 000 | 24,55% |
| | Транспорт | 2 | 3,03% | 1 160 000 | 1,78% |
| | Энергетика | 2 | 3,03% | 1 900 000 | 2,91% |
| | Прочие | 13 | 19,70% | 8 230 000 | 12,60% |
| | Всего нефинансовый сектор | 66 | 100,00% | 65 299 990 | 100,00% |
| Финансовые компании | 14 | 100,00% | 8 705 000 | 100,00% | |

По сравнению с показателями 2000 – 2002 гг. в 2003 г. существенно снизилась доля добывающих предприятий: был зарегистрирован всего 1 выпуск, тогда как за предыдущие годы доля выпусков этой отрасли в общем объеме привлеченных средств составляла от 10,5% до 13,5%.

При практически полном отсутствии эмитентов – представителей отрасли машиностроения на рынке корпоративных облигаций в 1999 – 2000 г., эта отрасль заняла

стабильные позиции в 2001 – 2003 гг. Доля этих выпусков в количестве зарегистрированных эмиссий выросла до 12,12% в 2003 г., а на их долю в стоимостном объеме зарегистрированных эмиссий приходилось от 6,24% до 9,26%.

Стабильно высокие позиции занимали эмитенты металлургической отрасли. За период 2000 – 2003 гг. их доля в общем количестве выпусков составляла от 10,14% (2002 г.) до 36,67% (в 2000 г.), а в общем объеме зарегистрированных выпусков от 11,35% (в 2001 г.) до 22,74% (в 2003 г.).

Существенно снизилась в 2003 г. доля лидировавших в 1999 – 2000 гг. предприятий нефти и газа (их доля составила менее 10%) и энергетики (2,91%).

Относительно устойчивой на протяжении 1999 – 2003 гг. оставалась доля компаний, относящихся к телекоммуникациям и связи – порядка 15 – 20% от общего количества зарегистрированных эмиссий, однако доля этих выпусков в общем объеме зарегистрированных эмиссий существенно возросла и в 2003 г. составила 24,55%.

Достаточно небольшой, но стабильной была доля выпусков транспортных компаний в общем количестве эмиссий – порядка 3% в 2001 – 2003 гг., доля этих выпусков в общем объеме зарегистрированных выпусков в эти годы также находилась в пределах 2 – 3%.

Существенно возросла доля выпусков предприятий пищевой промышленности, которая в 2003 г. составила 27,27% в общем количестве и 19,31% в общем объеме выпусков.

В зависимости от экономической ситуации в стране, изменений в законодательстве, в том числе в налоговой сфере, **предприятия осуществляли облигационные заимствования на различных условиях**, определивших **характерные черты этапов в развитии рынка корпоративных облигаций России**. И на каждом этапе развития и становления этого сегмента финансового рынка применялись методы и инструменты финансового инжиниринга, адекватные изменению макроэкономической ситуации в России, уровню внешних рисков, которые несут отечественные эмитенты.

Вторичные рынки корпоративных облигаций⁷

Сложившаяся на практике концентрация до 99% размещений корпоративных облигаций на ММВБ имеет аналогичное «продолжение» и по объемам вторичного оборота корпоративных облигаций, например, в 2003 г. более 99% биржевого оборота (и по количеству сделок, и по их объемам) корпоративных облигаций пришлось на ММВБ. Ниже в **таблице 1.17** приведены данные по биржевому (ММВБ) и внебиржевому (НДЦ) обороту корпоративных облигаций за 4 квартала 2003 г. и 1-й квартал 2004 г.

Как видно из данных **таблицы 1.17**, квартальные объемы биржевого и внебиржевого оборота корпоративных облигаций отличаются лишь на 5-20%, а по количеству сделок на внебиржевом рынке их меньше на порядок, например, в 1-м квартале 2004 г. количество биржевых сделок составляло 32,6 тыс. шт., а внебиржевых – около 2,7 тыс. шт. Аналогичное соотношение между объемом и количеством сделок биржевого и внебиржевого оборота имеет место и на рынке региональных облигаций.

Таблица 1.17

Объемы биржевого (ММВБ) и внебиржевого (НДЦ) оборота корпоративных и региональных облигаций

| Сегмент | 1 квартал | 2 квартал | 3 квартал | 4 квартал | 1 квартал |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|

⁷ Статистический материал по вторичным рынкам корпоративных облигаций предоставлен Национальным депозитарным центром

| рынка облигаций | 2003 г. | 2003 г. | 2003 г. | 2003 г. | 2004 г. |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| Биржевой оборот (ММВБ), млрд. руб. | | | | | |
| Региональные облигации | 31,622 | 23,335 | 17,734 | 66,687 | 99,832 |
| Корпоративные облигации | 46,642 | 67,117 | 81,951 | 100,768 | 114,380 |
| Биржевые сделки (ММВБ), штук | | | | | |
| Региональные облигации | 6 483 | 5 769 | 4 437 | 11 937 | 15 034 |
| Корпоративные облигации | 17 000 | 23 348 | 22 363 | 33 154 | 32 618 |
| Внебиржевой оборот (НДЦ), млрд. руб. | | | | | |
| Региональные облигации | 11,373 | 14,682 | 18,536 | 52,345 | 39,146 |
| Корпоративные облигации | 44,639 | 49,794 | 63,309 | 78,307 | 85,290 |
| Внебиржевые сделки (НДЦ), штук | | | | | |
| Региональные облигации | 455 | 335 | 501 | 991 | 838 |
| Корпоративные облигации | 1 776 | 1 839 | 2 061 | 2 579 | 2 681 |

Этапы развития рынка корпоративных облигаций

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 инвесторы, готовые принять на себя риск изменения рыночных ставок, отсутствовали, а ставки по банковским кредитам являлись слишком высокими. При этом дефицит товаров побуждал потребителей искать новые (нетрадиционные) способы их приобретения.

Инструментом, удовлетворявшим потребности обеих сторон стали корпоративные облигации с включенным производным финансовым инструментом на товары, продукцию, ресурсы, производимые или добываемые самими заемщиками.

Наиболее известными выпусками этого этапа стали:

- контракты «Гермеса», привязанные к индексу цен на нефть (продукты нефтепереработки, лесоматериалы), являвшиеся суррогатами ценных бумаг (1992 г.);
- облигации АвтоВаза, привязанные к индексу цен на автомобили (1993 г.)⁸;
- облигации нефтяной компании ОАО «Коминнефть» номиналом 0.25 т., 1 т. и 10 т. нефти, размещаемой в рублях в соответствии с оценкой стоимости указанного в номинале количества нефти при реализации на внутрисоссийском рынке (без учета

⁸ Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995

НДС) в отпускных ценах АО «Коминнефть», действующих на день покупки облигации. Срок обращения 1 год (май 1994 г. – май 1995 г.). Облигации погашались по схеме «номинал плюс фиксированный годовой доход в размере 5%». Выплаты осуществлялись товарной продукцией или в денежной форме. При погашении в денежной форме расчет суммы производился на основе результатов фактической реализации нефти по отпускным ценам эмитента⁹ и т.д.

Эти инструменты в полной мере 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 и искажениям.

На этом этапе основным методом финансового инжиниринга являлось *комбинирование*, которое применялось для конструирования таких параметров как *платность и способ погашения*. Фактически единственными инструментами финансового инжиниринга выступали *товарные фьючерсы*, исполнение которых могло быть проведено как в денежной, так и в классической товарной форме.

Поскольку эти облигации были ответом на массовый дефицит товаров, на крайне неустойчивое экономическое положение страны и предприятий, на гиперинфляцию, сделавшие невозможным прогнозирование процентных ставок, финансовый инжиниринг применялся для придания облигации характеристик кредита, погашаемого в товарной или денежной форме, как наиболее понятного для сторон финансового инструмента.

Включенные в структуру облигаций инструменты финансового инжиниринга – деривативы с товарным базисом – как таковые участниками рынка не рассматривались. Соответственно, не проводилось и анализа по оценке возможных рисков сторон, связанных с деривативами.

II этап – середина 1999 – середина 2000 гг. Ориентация на иностранных инвесторов.

Характерные параметры эмиссий:

- ориентация на привлечение инвестиционных средств нерезидентов;
- индексация купонных выплат и/или номинала в соответствии с изменением курса рубля против доллара США, что обеспечило рублевым облигациям фактически валютную доходность;
- срок обращения от 3-х до 5-ти лет с возможностью досрочного погашения;
- объем эмиссии от 450 до 3 000 млн. руб.;
- эмитенты – в основном крупнейшие предприятия нефтегазовой отрасли и энергетики.

Первые публичные размещения корпоративных облигаций начались с середины 1999 г. После объявления дефолта по государственным облигациям 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, таких как ОАО «НК «ЛУКойл», ОАО «Газпром», ОАО «ТНК», РАО «ЕЭС России», с другой, а также значительное изменение курса рубля против доллара США обусловили формирование доходности облигаций. Так, объявленный в процентах от номинала

⁹ Проспект эмиссии облигационного займа ОАО «Коминнефть» // «Экономика и жизнь». – 1994. - № 18. – С. 10.

размер купона и сам номинал при погашении по рублевым облигациям индексировались в зависимости от изменения курса рубля против доллара США, что позволяло инвесторам получать фактически валютную доходность и, тем самым, хеджировать валютный и отчасти страновой риски.

Характерной особенностью этого периода стало размещение купонных облигаций по цене ниже номинала (с дисконтом), что было связано с недостаточно высокой объявленной доходностью облигаций.

Другим важным параметром, сохраняющим свою актуальность и по настоящее время, стало предоставление возможности инвестору требовать досрочного погашения облигаций в заранее установленные сроки. Этот параметр позволял регулировать срок обращения облигаций и делать его короче по сравнению с установленным в проспекте облигаций.

Например, за счет предоставления инвестору возможности требовать досрочного погашения пятилетние облигации ОАО «ТНК» в восприятии их владельцев стали двухлетними, а трехлетний срок обращения ОАО СП «Тулачермет» и ООО «ГУТА-Инвест» был уменьшен до 1 года. Это служило дополнительным инструментом снижения рисков для инвесторов.

С другой стороны, такой вариант сокращения срока обращения был недостаточно удобен для эмитента, поскольку заранее невозможно было определить, какой объем денежных средств необходимо зарезервировать для выкупа облигаций, предъявленных к досрочному погашению. К тому же в дальнейшем эмитент не имел права продавать выкупленные облигации, и, соответственно, не мог рассчитывать даже на частичный возврат средств, потраченных на выкуп облигаций.

Такая структура займов активно применялась до середины 2000 г., доходность по ним колебалась в пределах 5 – 10%% годовых в валюте: 10 эмитентами было размещено 13 выпусков на общую сумму 23,697 млрд. руб. Всего таким вариантом формирования доходности до конца 2001 г. воспользовалось 16 эмитентов, разместивших 21 выпуск облигаций на сумму 32,3 млрд. руб.

В этой ситуации **основной концепцией финансового инжиниринга** на рынке облигаций оставалась **возможность инвестора участвовать в дополнительных доходах эмитента**, т.е. в тех доходах, который эмитент-экспортер, имевший валютную выручку, получал за счет изменения курса национальной валюты. Параллельно применялась и **концепция сегментирования рынка**: формирование структуры займа, максимально адекватной потребности иностранного инвестора.

Для достижения этого **основным инструментом** финансового инжиниринга в этот период стали **опционы на доллар США и на саму облигацию** (в части возможности инвестора представить инструмент к досрочному погашению). Был фактически открыт новый сегмент рынка ценных бумаг – организованный рынок корпоративных облигаций. Следует подчеркнуть отдельно, что новизна рынка, существенные риски посткризисного восстановления экономики способствовали тому, что эмитенты, размещая облигации, относимые к классу структурированных, продавали инвесторам и опционы, добровольно соглашаясь принять на себя дополнительные обязательства и, тем самым, риски.

В последствии (за период 2002 – 2003 гг.) двумя эмитентами было размещено 3 выпуска облигаций на общую сумму 1,35 млрд. руб., доходность которых была поставлена в зависимость от валюты, однако в структуре этих выпусков также применялись привязка к доходности рынка государственных ценных бумаг (ЗАО «Алроса»), выбор между валютной и рублевой доходностью, а также установление размера части купонов исполнительным органом эмитента (ОАО «Русский продукт»).

Валютная доходность также установлена по выпускам облигаций ОАО КБ «Московское ипотечное агентство» и третьему выпуску ОАО «Первая ипотечная компания».

III этап – март 2000 г. – март 2001 г. 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;
- срок обращения 1 – 3 года;
- объем эмиссии от 0,7 до 30 млн. руб.;
- эмитенты – региональные предприятия связи.

Характерной чертой облигационных выпусков этого периода стали эмиссии, рассчитанные на привлечение средств индивидуальных инвесторов, благодаря формированию доходности в зависимости от изменения ставки по вкладам физических лиц в региональных отделениях Сбербанка РФ. Как правило, в роли основного индикатора использовались ставки по пенсионным вкладам, которые традиционно выше иных ставок. Эта мера позволяла сформировать понятные для частных лиц параметры эмиссии, привлекательность которых обеспечивалась за счет предложения более высокого уровня дохода, чем по вкладам в Сбербанке.

Первым эмитентом, использовавшим такую структуру эмиссии, стало ОАО «Уралсвязьинформ». Его облигации, сроком обращения 1 год, имели купонный период, точно соответствовавший по длительности сроку вклада, на основании ставок по которому рассчитывался купонный доход, - 3 месяца. При расчете размера купонного дохода ставка по вкладу «Срочный пенсионный» Пермского банка Сбербанка РФ увеличивалась в 1,18 раз. Сходным механизмом формирования доходности обладали облигационные займы и других эмитентов.

Поскольку расчет делался в основном на средства физических лиц, объем эмиссий был значительно меньше: объем привлеченных средств для ОАО «Каравай» составил 700 тыс. руб., а максимальный объем выпуска был у ОАО «Казанская ГТС» – 30 000 тыс. руб.

Несколько иной порядок формирования доходности был выбран ОАО «АЛОЙЛ» – по этому выпуску облигаций размер купонного дохода определялся на базе ставки по срочному вкладу, плюс 9% годовых.

В целом 4 эмитентами было размещено 13 выпусков облигаций, доходность которых формировалась в зависимости от ставок по вкладам физических лиц в Сбербанке РФ, 10 из них – по закрытой подписке, общий объем привлеченных средств составил 120 млн. руб.

Поскольку эти займы были ориентированы в основном на привлечение средств населения, основой финансового инжиниринга облигаций на этом этапе стала **концепция сегментирования рынка**, реализация которой заключалась в формировании доходности с использованием **опционов на процентные ставки по вкладам физических лиц**. Этот инструмент действительно делал выпуск облигаций понятным для целевой группы инвесторов и, в сочетании отраслевой принадлежностью эмитентов, возможность дальнейшего развития бизнеса которых не вызывала сомнения даже у непрофессионалов, обеспечивал возможность привлечения инвестиционных средств населения. Однако один из важнейших принципов финансового инжиниринга: предоставление возможности получения дополнительного дохода инвесторов только в случае возникновения таких доходов у эмитента – не соблюдался, что в целом повышало кредитный риск.

Вторым методом финансового инжиниринга, применявшимся в указанных выпусках, была декомпозиция: 9 из 13 выпусков были зарегистрированы в один день, что позволяет предположить стремление эмитента остаться в компетенции регионального отделения ФКЦБ России.

Крупнейшим выпуском облигаций, доходность которого находилась в зависимости от ставки по банковскому вкладу, явилась эмиссия ООО «Альфафинанс», дочерней структуры ОАО «Альфа-банк», на сумму 1 млрд. руб., размещенная в середине 2002 г. Ставка купонов равна ставке по вкладу «Долгосрочный» банка-собственника, что напрямую не соответствует указанному выше принципу финансового инжиниринга, однако обеспечивает возможность банка самостоятельно устанавливать стоимость долгового финансирования. Кредитный риск займа подобной структуры низок, однако здесь не соблюдается важнейший принцип финансового инжиниринга – отсутствие возможности эмитента влиять на показатели базисного актива дериватива, включенного в структуру облигации.

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;
- срок обращения 1 – 3 года;
- использование оферт на досрочный выкуп, корректирующих как срок обращения, так и доходность инструмента;
- объем эмиссии от 30 до 2 000 млн. руб.;
- эмитенты – широкий круг предприятий.

Дополнительная тенденция:

- использование облигаций для реоформления задолженности в акционерный капитал.

К концу 2000 г. ситуация на финансовых рынках России стабилизировалась. Намечилась тенденция к противоположной динамике курса рубля против доллара США, с одной стороны, и ставок доходности государственных ценных бумаг и ставки рефинансирования ЦБ РФ – с другой. То есть, используемые в качестве индикаторов странового риска показатели снижались при постоянном росте курса доллара.

Вместе с тем на рынок ценных бумаг стали выходить предприятия, не имевшие значительной валютной выручки. В совокупности эти факторы обеспечили переориентацию эмитентов с валютной индексации доходности облигаций на индексацию в зависимости от изменения ставки рефинансирования ЦБ РФ и доходности рынка ГКО-ОФЗ. Другим возможным фактором такого изменения порядка определения доходности стало активное использование российскими финансовыми институтами – коммерческими банками и инвестиционными компаниями – облигаций российских эмитентов в качестве инструмента инвестиций.

Таким вариантом формирования доходности воспользовались ОАО «МГТС» (текущая купонная доходность 13 – 14% годовых, выпуск зарегистрирован 28.09.00 г.), ОАО «Аэрофлот – российские авиалинии» (купонная доходность на середину 2001 г. составляла 21% годовых, выпуск зарегистрирован 28.02.01 г.). У выпуска ОАО «Аэрофлот – РА» есть еще одна особенность, защищающая эмитента от неблагоприятного для него развития событий: в проспекте облигаций указана возможность эмитента отозвать облигации в дату выплаты первого купона в том

случае, если ставка второго купона превысит 25%, что фактически означает наличие в структуре заимствования принадлежащего эмитенту *кэп-опциона на саму облигацию*, помимо *опциона на процентную ставку*, в роли которой выступает ставка доходности государственных ценных бумаг.

В этот период эмитенты использовали 3 основных варианта формирования доходности:

1. *доходность формируется как доля ставки рефинансирования ЦБ РФ* (например, по двухгодичным облигациям ГУП «Таттелеком» размер ежеквартального купона выплачивается из расчета обеспечения годовой доходности инструмента на уровне ставки рефинансирования ЦБ РФ; по двухгодичным облигациям ОАО «Протон-ПМ» ежеквартальный купон выплачивается из расчета обеспечения годовой доходности на уровне 85% ставки рефинансирования ЦБ РФ);

2. *в зависимости от представлений участников рынка о соотношении рисков вложений в бумаги эмитента и государственные ценные бумаги* (например, при размещении облигаций ОАО «РИТЭК» и ОАО «Татнефть» на конкурсе путем сбора заявок от потенциальных приобретателей облигаций определялся размер первого купонного дохода, который соответствует мнению участников рынка о кредитоспособности эмитента; далее определялось соотношение первого купонного дохода и доходности рынка ГКО-ОФЗ; на основании этого соотношения и минимального параметра из ставки рефинансирования ЦБ РФ и доходности ГКО-ОФЗ определялись последующие купоны);

3. *использование доходности рынка ОФЗ в качестве ограничительного параметра, ниже которого доходность выпуска быть не могла* (например, размер первого купонного дохода 2-го выпуска облигаций ОАО «МГТС» определялась на конкурсе при первичном размещении (составила 21,95% годовых), а последующие ставки определяются эмитентом, но не могут быть ниже средней доходности рынка ОФЗ).

Еще одной характерной чертой этого периода стало сокращение срока обращения облигаций при увеличении количества купонов, т.е. текущие выплаты по облигациям стали чаще.

На этом этапе, как и на предыдущем, все также не соблюдался основной принцип финансового инжиниринга – участие инвестора в дополнительных доходах эмитента: стремление привлечь средства привело к формированию структуры займов, грозящей неплатежеспособностью эмитенту в случае повторения кризиса 1998 г. Однако в случае укрепления экономики страны в целом (что было реалистичным прогнозом того периода) неизбежное снижение ставки рефинансирования и доходности государственных бумаг, соответственно, означало и удешевление заимствования для эмитентов.

За этот период 18 эмитентами было размещено 35 выпусков облигаций, доходность которых в той или иной форме находилась в зависимости от ставки рефинансирования ЦБ РФ и / или доходности рынка ГКО-ОФЗ, на сумму порядка 15,4 млрд. руб. Всего до конца 2003 г. такими инструментами финансового инжиниринга воспользовались 23 эмитента, разместивших 40 выпусков на сумму 15,6 млрд. руб. Из их числа 13 выпусков на сумму 3,7 млрд. руб. разместило ЗАО «Алроса».

Среди финансовых структур деривативами на доходность ГКО-ОФЗ и ставку рефинансирования для формирования доходности собственных бумаг воспользовались только 2 эмитента: в феврале 2002 г. ОАО «Первая ипотечная компания» (2 выпуска,

суммарно 200 млн. руб.) и в декабре 2002 г. ОАО «Союзобщесбанк» (объем выпуска 200 млн. руб.), также применивший опцион – floor, гарантировавший доходность не ниже 10% годовых.

В этот период для управления сроком обращения облигаций начали использоваться оферты. Этот 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. Таким образом, помимо сокращения срока обращения облигаций и возможности их последующей реализации, оферта позволяет управлять доходностью.

Оферта, корректирующая срок обращения облигаций, использована ОАО «МГТС» (с одновременной корректировкой доходности: доходность по купонам составляет 13 – 14%% годовых, с учетом оферты годовая доходность составляет порядка 20%, что находится на среднерыночном уровне).

Оферты, корректирующие доходность, были выставлены по облигациям ООО «Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал» и первому выпуску облигаций АО «Ритэк». Выставление оферты во время размещения облигаций может способствовать повышению спроса на нее. Такой инструмент необходим эмитенту, если с момента утверждения проспекта облигаций конъюнктура рынка значительно изменилась и доходность выросла. Без использования корректирующей оферты размещение выпуска может быть под угрозой (в случае фиксированной цены размещения) или пройдет при условии глубокого дисконта, что не позволит эмитенту привлечь необходимый объем средств, а также значительно повысит стоимость заимствования, т.к. базой налога на операции с ценными бумагами является объем выпуска по номиналу.

В этот же период эмитентами Центрального федерального округа РФ использовались **выпуски облигаций, конвертируемых в акции**. Причиной этому послужил запрет прямого реоформления задолженности в акции. Эти выпуски не позволяли эмитентам привлекать «живые деньги», поскольку оплата производилась путем зачета встречного требования по договору займа или путем заключения договора о реструктуризации (новации) задолженности, однако позволяли при конвертации улучшить структуру баланса. Как правило, срок обращения облигаций был незначительным (до 2 месяцев), размещались облигации по номиналу и не предполагали периодических выплат. При этом варианты конвертации применялись различные: как «1 облигация в 1 акцию того же номинала», так и «1 облигация в 1 акцию значительного меньшего номинала). 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 2001 г. 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», выпуск объемом 7 тыс. руб. зарегистрирован 24.09.99 г., частота выплаты купонного дохода 1 мес.), 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 у рынка. 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 облигаций со снижающейся ставкой служат выпуски ОАО «Меллянефть», ООО «Поспелихинская макаронная фабрика», ЗАО «Ист Лайн Хэндлинг».

Основным достоинством в этом случае является простота выпуска, т.е. инвестор заранее знает на получение какого объема денежных средств и в какие сроки он может рассчитывать. Также выпуск становится привлекательным в случае снижения рыночных ставок – это сегодняшняя ситуация на российском фондовом рынке. При этом новые инструменты имеют более низкую ставку дохода по сравнению с ранее выпущенными в обращение инструментами того же качества, в результате чего инвестор фактически получает дополнительную премию.

В то же время в случае ухудшения экономической ситуации, резкого роста процентных ставок, инвестор остается незащищенным – его доход фиксирован и расти не будет.

Всего 61 эмитентами было размещено 67 выпусков облигаций с фиксированным доходом на сумму 38, 93 млрд. руб.

Также состоялось 22 выпуска облигаций со снижающейся ставкой на сумму 15,555 млрд. руб., размещенных 22 эмитентами.

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). Кроме того, этот метод в наибольшей мере способствует установлению адекватной рыночным условиям и характеристикам займа ставки купонного дохода, а также упрощает структуру займа. Однако возможность точного построения денежных потоков, как у эмитента, так и у инвесторов (в отличие от фиксированного размера купонного дохода), отсутствует.

Наиболее часто аукцион (или конкурс) по определению ставки купонного дохода используется для определения ставки по первому купонному доходу, ставки по следующим купонам могут определяться следующими методами:

1. **Ставка, установленная для первого периода, фиксируется на весь срок обращения:** такой метод впервые применен ООО «Альфа-Эко М» (выпуск объемом 0,8 млрд. руб. зарегистрирован 20.09.2002 г.). По своим инвестиционным характеристикам облигация оказывается аналогом бумаги с фиксированной ставкой.

Разновидностью такого способа установления ставки купонного дохода стал модель, примененная ООО «Ресторанная Объединенная Сеть и Новейшие технологии Евроамериканского развития РЕСТОРАНТС». Ее особенностью является снижающаяся ставка, что достигается за счет последовательного уменьшения ставки, зафиксированной на аукционе. Это один из российских вариантов **step-down bond**.

2. **Ставки по остальным купонам устанавливаются в численном выражении в решении о выпуске.** Как и в предыдущем случае, применялось 2 варианта: **фиксированная весь период ставка** (выпуски ОАО «Сиситема Финанс Инвестментс», ОАО «Каустик», ОАО «МГТС» и пр.) и **снижающаяся ставка** – формирование *step-down bond* (ООО «Финансовая компания «ЕвразХолдинг», ОАО «Концерн «Ижмаш», ОАО «Салаватнефтеоргсинтез» и пр.).
3. **Ставки по остальным купонам определяется уполномоченным органом эмитента.** Этим способом воспользовались 10 эмитентов, разместивших 10 выпусков на сумму 5,680 млрд. руб. (Более подробно установление ставки купонного дохода уполномоченным органом эмитента описано ниже).
4. **Ставки по остальным купонам определяются серией последовательных аукционов.** Примером могут служить облигации ОАО «Объединенные машиностроительные заводы», когда по первым 3-м купонам ставка определяется на аукционе при размещении, по 4 – 7 купонам – на аукционе в дату выплаты 3-го купона, а ставка по 8 – 14 купонам – на аукционе в дату выплаты 7-го. В данном случае инвестор не может прогнозировать доходы, генерируемые облигацией, начиная с 4-го купона. Также он, с высокой долей вероятности, не сможет получить премии к рыночным ставкам в случае их снижения, поскольку установленная в ходе аукциона ставка будет приближена к рыночной. Инвестор не будет защищен и от того, что в период действия определенной ставки купонного дохода финансовое положение эмитента ухудшится настолько, что ставка не будет адекватной сопутствующим рискам – т.е. недостаток аналогичный фиксированному купонному доходу. Однако такой способ, в отличие от случая, когда купонный доход остается неизменным, хотя бы частично защищает инвестора от неблагоприятного изменения конъюнктуры рынка в целом или положения самого эмитента, поскольку в даты аукционов по определению размеров купонного дохода инвесторы самостоятельно определяют необходимые ставки доходности в соответствии с рыночными ставками и своими представлениями о рисках. При этом если в заявке, поданной владельцем облигаций, указана требуемая ставка доходности выше той, что определена на аукционе, эмитент выкупает облигации у этих владельцев.
5. **Ставка по остальным купонам ставится в зависимость от какого-либо показателя финансового рынка,** например доходности рынка ГКО – ОФЗ, при этом ставки, определенная на аукционе, позволяет задать адекватный представлениям инвесторов поправочный коэффициент для формализации такой зависимости. Такая структура применена ОАО «Аэрофлот» (выпуск зарегистрирован 22.02.01 г.). Всего таким способом воспользовались 11 эмитентов, разместивших 11 выпусков на сумму 7,180 млрд. руб. В их число вошел и **уникальный выпуск** ОАО «Вимм – Биль – Данн Продукты питания», ставка купонного дохода по которому устанавливается в зависимости от индекса потребительских цен.
6. **Комбинирование этих приемов.**

Размер одного или нескольких купонных доходов определяется решением Совета Директоров.

Это предполагает, что по всем или части купонов ставка инвесторам заранее известна не будет. Примером могут служить облигации Номос-банка, ОАО «Челябинский металлургический комбинат». Соответственно, инвестор, как и в предыдущем случае, лишается возможности точно прогнозировать размер получаемого дохода. Однако, в соответствии с действующим законодательством, если ставка купонного дохода определяется Советом директоров, эмитент обязан выкупить или погасить облигации по требованию их владельцев, т.е. инвестор может продать облигацию эмитенту или предъявить ее к погашению, в случае если установленный размер купонного дохода его не устроит. Это означает предоставление **опционов – колл** на облигации их держателям, как минимум, по количеству запланированных решений эмитента о назначении размера купонного дохода. Поскольку эмитент заинтересован в поддержании положительной публичной кредитной истории, а также в использовании привлеченных средств, в абсолютном большинстве случаев устанавливаемая ставка соответствует рыночным показателям по аналогичным инструментам. Соответственно, 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 заимствования главенствующими. В то же время, именно в связи с отрицательными последствиями объявления ущемляющей интересы держателей облигаций ставки, можно предположить, что инвестор оказывается в определенной мере защищенным от влияния негативных тенденций на рынке (по сравнению с облигациями с фиксированным доходом).

Впервые определение купонного дохода эмитентом после регистрации решения о выпуске было предусмотрено ЗАО «Алроса» в январе 2001 г., однако настоящее распространение такие бумаги получили с середины 2003 г., причем в выпусках эмитентов второго и третьего эшелонов (средних промышленных компаний). Причем в абсолютном большинстве случаев размер первого купона определяется по таким облигациям на аукционе, что позволяет предприятиям оценить отношение инвесторов к их бумагам.

Всего такой способ формирования купонного дохода, в том числе и в комбинации с приведенными ранее методами, применен 37 эмитентами в 39 выпусках на сумму 35,57 млрд. руб., в том числе в комбинации с аукционом по ставке купонного дохода 25 эмитентами в 25 выпусках на сумму 26,14 млрд. руб.

В этот период оферты на выкуп по соглашению с инвесторами применялись наряду с возможностью досрочного погашения. Акцент в целевом назначении выкупа сместился в сторону управления сроком обращения, при этом по сравнению с предыдущим этапом, предусмотренная в эмиссионных документах возможность выкупа, на этапе размещения облигаций не всегда оформлялась офертой, превращаясь в дополнительную защитную меру на случай ухудшения конъюнктуры.

Дополнительной новацией стало предоставление держателям облигаций возможности **требовать досрочного погашения** в случаях существенных изменений в деятельности и структуре собственности как эмитента, так и поручителей.

Владельцы облигаций ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты питания» имеют право предъявить облигации к досрочному погашению в случаях существенного ухудшения финансово-экономического положения общества, просрочки в исполнении кредитных обязательств (снижение кредитных качеств эмитента, повышение риска неисполнения обязательств, в том числе по выпуску облигаций, значительные изменения в структуре управления компанией, приводящее к неопределенности дальнейшего развития предприятия).

Облигации ООО «МегаФон-Финанс», дочерней структуры одного из операторов сотовой связи, могут быть предъявлены к досрочному погашению в случае признания эмитента или поручителя банкротом, ликвидации эмитента или поручителя, а также просрочки выплаты купонного дохода. 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».

Еще одной новацией периода стал выпуск нефинансовыми структурами *облигаций с амортизируемой суммой основного долга* (до этого такая структура применялась только ОАО «Первая ипотечная компания»). Пионерами стали ООО «Джей – Эф – Си Интернешнл» (погашение осуществляется: на 182-й день с даты размещения – 15% номинальной стоимости, на 364-й день – 15 % номинальной стоимости, на 728-й день – 70% номинальной стоимости) и ОАО «Нижекамскнефтехим» (погашение осуществляется: на 912-й день с даты начала размещения – 25% номинальной стоимости, на 1095-й день – 25 % номинальной стоимости, на 1277-й день – 25% номинальной стоимости, на 1460-й день – 25 % номинальной стоимости).

Помимо облигаций с «традиционными» – для того или иного этапа развития рынка – параметрами в течение всего исследуемого периода на рынке обращались облигации, структура которых не стала столь популярной, как рассмотренные ранее примеры, – это *бескупонные облигации*.

Бескупонные облигации – это облигации, размещаемые по цене ниже номинала, по которым не предполагается выплат до погашения; погашение облигаций осуществляется по номиналу. При этом единственным источником дохода для инвестора становится разница между номиналом и ценой размещения. С одной стороны, такая структура выпуска достаточно проста для понимания инвесторов и, благодаря размещению на аукционе, фактически позволяет им сформировать требуемую доходность. С другой стороны, для эмитента этот 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, а не по цене размещения, что делает привлечение средств путем выпуска дисконтных облигаций относительно более дорогим. Более того, налоговые особенности (с точки зрения эмитента) и отсутствие периодических платежей и возможности корректировки дохода (с точки зрения инвестора) позволяют использовать этот инструмент, в основном, для привлечения средств на короткий срок – до 1 года.

Однако по дисконтным облигациям годовая доходность, как правило, несколько 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 24.01.00 г., годовая доходность которых колебалась в пределах 18 – 32% годовых в зависимости от сроков обращения (от 110 до 200 дней). Уникальность этого выпуска составлял и тот факт, что инвесторам не была предоставлена возможность повлиять на доходность: облигации размещались под установленную Советом директоров эмитента доходность.

Для большинства выпусков бескупонных облигаций применялась традиционная модель – размещение на аукционе, подразумевающее, соответственно, самостоятельное установление доходности инвесторами. Такая структура облигационного займа применялась ОАО «РТК-ЛИЗИНГ», выпуск зарегистрирован 28.02.01 г., годовая доходность при размещении составила 18,78%. ФК «Рабо Инвест», 4 выпуска

зарегистрированы 22.06.01 г., годовая доходность при размещении – 14,5% годовых. При этом по купонным облигациям доходность в период начало – середина 2001 г. находилась в пределах 19 – 21%% годовых.

Всего за период до конца 2003 г. 14 эмитентов разместили 37 выпусков дисконтных облигаций на сумму 10,637 млрд. руб.

Перспективы развития рынка корпоративных облигаций

Тенденции, действующие на российском рынке корпоративных облигаций, соответствуют мировой тенденции в развитии финансового инжиниринга – переходе от применения его методов для повышения инвестиционной привлекательности продуктов к усилению его значения для управления рисками.

Динамика рынка корпоративных облигаций. Учитывая динамику развития этого сегмента финансового рынка в 1999 – 2003 гг. и предполагая, что высокие цены на российский экспорт и макроэкономическая стабильность сохранятся в среднесрочном периоде, возможно прогнозировать дальнейший рост количества размещаемых выпусков, начиная с апреля 2004 г., с сопутствующим ростом стоимостной емкости рынка (при этом темпы роста долговой массы, вероятнее всего, снизятся).

Существует вероятность того, что эмитенты второго эшелона, получившие опыт в привлечении средств на рынке ценных бумаг на основе выпуска корпоративных облигаций, сделают в ближайшем будущем акцент на новых эмиссиях акций, на IPO, предлагая рынку 10 – 15 % своих акционерных капиталов (привлечение свежих денег, создание нового сегмента рынка акций, рост капитализации компаний, получение более выгодных условий на рынках долговых заимствований).

В этой связи часть внутренних денежных ресурсов, до этого поступавших на рынок корпоративных облигаций, может быть перераспределена на рынок IPO, акций экспортных компаний второго эшелона (например, предприятий военного-промышленного комплекса, химической промышленности, транспортных услуг и т.п.).

Размеры выпусков облигаций. При установлении *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. 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%, при этом прогнозируется небольшое повышение этого показателя в секторе эмиссий нефинансовых компаний. Предстоящее снижение налога на операции с ценными бумагами, а также активизация выпуска облигаций крупнейшими эмитентами может способствовать дальнейшему укрупнению объемов выпусков.

Сроки заимствования. При установлении *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.). Будет привлекателен такой элемент эмиссий, как выкуп облигаций эмитентом с возможностью дальнейшего обращения. В более длительной перспективе для крупных среднесрочных выпусков вероятен отказ от такого способа модификации параметра сроков заимствования.

Для долгосрочных облигаций перспективным представляется использование опционов на выкуп и досрочное погашение, а также использование амортизации суммы основного долга.

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

Число эмитентов. Устойчивая тенденция к упрощению структуры среднесрочных заимствований (облигаций со сроком обращения 2 – 3 года) позволяет прогнозировать *дальнейшее расширение числа эмитентов* в целом, а также увеличение суммарной доли эмиссий предприятий, не относящихся к телекоммуникационной, энергетической и добывающим отраслям, например, предприятий легкой и химической промышленности, в общем количестве выпусков. 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.).

Формирование доходности. 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.

1.4. Международная практика организации выпуска и обращения корпоративных облигаций¹⁰

1.4.1. Иностранные рынки корпоративных облигаций: динамика и соотношение с рынками государственных заимствований

По данным, приводимым *Банком международных расчетов* (Базель), объем мировых рынков долговых инструментов (по сумме задолженности) составлял в 2000-2002 гг. 36-40 трлн.долл.

В 90-е годы темпы роста задолженности по ценным бумагам, хотя и уступали темпам роста капитализации акций, были также более высокими, чем темпы роста ВВП. За 1990-2001 гг. размеры общей мировой задолженности по ценным бумагам относительно ВВП выросли с 73% до 123% (*таблица 1.18*).

Таблица 1.18

Объем мировых рынков долговых ценных бумаг (общий объем задолженности на конец года, млрд.долл.)

| Страна | 1990 г.* | 1995 г. | 1997 г. | 1998 г. | 1999 г. | 2000 г. | 2001 г.** |
|--------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| Австралия | 115 | 244 | 245 | 275 | 329 | 305 | 296 |
| Великобритания | 409 | 825 | 1074 | 1219 | 1393 | 1565 | 1690 |
| Германия | 995 | 2179 | 2124 | 2514 | 2511 | 2082 | 2215 |
| Италия | 1233 | 1619 | 1569 | 1695 | 1452 | 1345 | 1490 |
| Испания | 233 | 367 | 371 | 432 | 394 | 363 | 436 |
| Канада | 426 | 678 | 692 | 688 | 811 | 777 | 770 |
| Нидерланды | 170 | 370 | 369 | 429 | 676 | 734 | 931 |
| США | 7433 | 11078 | 12970 | 14598 | 16696 | 16118 | 17343 |
| Франция | 827 | 1483 | 1333 | 1493 | 1416 | 1332 | 1486 |
| Швейцария | 177 | 276 | 245 | 206 | 186 | 170 | 181 |
| Швеция | 202 | 386 | 359 | 346 | 334 | 286 | 251 |
| Япония | 2922 | 5307 | 4754 | 5198 | 6664 | 6432 | 6438 |
| Прочие развитые | 778 | 1418 | 1517 | 1873 | 1229 | 1864 | 1737 |
| Все развитые | 15920 | 26230 | 27622 | 30966 | 34091 | 33373 | 35264 |
| Аргентина | 21 | 68 | 111 | 128 | 140 | 154 | 120 |
| Бразилия | | 227 | 343 | 433 | 319 | 356 | 328 |
| Индия | 73 | 102 | 120 | 125 | 133 | 140 | 128 |
| Китай | 34 | 107 | 147 | 212 | 214 | 276 | 342 |
| Корея | 96 | 255 | 178 | 293 | 318 | 351 | 327 |
| Мексика | 57 | 54 | 87 | 89 | 117 | 127 | 136 |
| Россия**** | | | 74 | 39 | 28 | 70 | 65 |
| Турция | 9 | 34 | 55 | 52 | 64 | 69 | 88 |
| Прочие формирующиеся | 168 | 846 | 537 | 742 | 892 | 801 | 868 |
| Все формирующиеся | 458 | 1504 | 1652 | 2103 | 2225 | 2300 | 2402 |
| Весь мир*** | 16378 | 27734 | 29274 | 33069 | 36316 | 35673 | 38049 |
| В процентах к ВВП | 73 | 96 | 99 | 113 | 120 | 114 | 123 |
| Частные эмитенты | 7543 | 10989 | 12213 | 14264 | 16967 | 16493 | 17779 |
| В процентах к ВВП | 34 | 38 | 41 | 49 | 56 | 53 | 57 |

*Бумаги внутреннего долга.

**Предварительные данные

***Включая бумаги международных организаций (382 млрд.долл. в конце 2000 г.)

¹⁰ Материал подготовлен проф., д.э.н. Рубцовым Б.Б.

****Приводимые БМР данные по России отличаются от данных Министерства финансов РФ. По статистике БМР бумаги внутреннего долга России в 2000 г. составляли 9, внешнего 17 млрд.долл. Согласно данным Министерства финансов, задолженность по бумагам внутреннего долга в конце 2000 г. составляла 556 млрд.руб. (примерно 19 млрд.долл.), по бумагам внешнего долга – 54 млрд.долл., из которых на еврооблигации приходилось 36 млрд.долл. (см. www.minfin.ru). В первом случае отличие связано с тем, что БМР использует данные, предоставляемые Банком России, который определяет объем рынка бумаг внутреннего долга именно указанной цифрой, исключая, очевидно, бумаги, находящиеся у самого Банка России. Во втором случае разница связана с тем, что БМР в прошлом не рассматривал PRINs и IANs (бумаги, в которые была переформлена задолженность банкам Лондонского клуба) как долговые бумаги и не учел их обмен на еврооблигации в августе 2000 г. В настоящей таблице данные по России по 1999 г. – БМР, за 2000-2001 гг. – Министерства финансов РФ, частные оценки. Вексельная задолженность не учитывалась.

Рост происходил за счет заметного повышения эмиссионной активности не только государства¹¹, но и ***частного сектора***. Размеры всей частной задолженности относительно мирового ВВП выросли за тот же период с 34 до 57%. Снижение данных показателей в 2000 г. было связано в первую очередь с оздоровлением государственных финансов в США, Великобритании, Италии, Франции и Германии. Наступление экономического спада в развитых странах заставило правительства увеличить государственные расходы с одновременным сокращением налоговой нагрузки (США), что привело к новому росту государственных заимствований в форме выпуска облигаций.

Наиболее быстрыми темпами росла задолженность по бумагам, размещаемым на международном рынке капитала. Несмотря на то, что в связи с либерализацией финансовых рынков все большая часть бумаг внутреннего долга, т.е. изначально ориентированных на внутренний рынок, приобретает иностранными инвесторами, что означает на деле стирание различий между ними и международными ценными бумагами, существующая статистика и практика эмиссии выделяет две категории долговых бумаг (*domestic bonds* и *international bonds*). В конце 90-х годов доля бумаг внутреннего долга составляла примерно 88%, международных бумаг – 12%. В начале нового столетия удельный вес последних вырос почти до 20%.

Международные и внутренние рынки облигаций. Международные бумаги – те, которые размещаются на зарубежном для данного эмитента рынке. Большая часть подобных бумаг подпадает под определение «международные облигации» – *international bonds*.¹² К ним относятся еврооблигации (*eurobonds*) и «зарубежные облигации» (*foreign bonds*).¹³ Основной массив (более 90% по стоимости) международных облигаций представлен еврооблигациями.

Как и в случае с рынком акций, подавляющая часть всей задолженности по ценным бумагам (примерно 97% в 1990 и 93% в 2001 г.) приходится на развитые страны. 95% задолженности приходится на облигации (долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные), небольшая часть – на депозитные сертификаты и коммерческие бумаги (инструменты денежного рынка), доля которых, однако, не превышает в целом 5% (лишь в США она выше – 9%).

¹¹ В большинстве развитых стран рост задолженности остановился во второй половине 90-х годов. Исключение составила лишь Япония, экономика которой все десятилетие не могла преодолеть последствий кризиса 1990 г.. Сохраняющиеся проблемы реструктуризации и оздоровления финансового сектора потребовали, например, государственной поддержки на сотни миллиардов долларов. Эти средства были получены за счет выпуска государственных облигаций

¹² В английском языке облигация может определяться двумя терминами: *bond* и *note* (а в британском английском – *stock*)

¹³ Зарубежные облигации размещаются на конкретном иностранном рынке в валюте данной страны по ее законодательству и при помощи андеррайтеров из этой страны (облигации янки, самурай, бульдог и т.п.). Еврооблигации размещаются с помощью международного синдиката андеррайтеров на нескольких рынках и сконструированы таким образом, что на них не распространяется национальное законодательство, т.е. они обращаются на своеобразном "наднациональном" или "экстерриториальном" рынке

Государственные и корпоративные эмитенты облигаций. В конце 90-х годов 41-44% всей мировой задолженности по ценным бумагам приходилось на частных (корпоративных¹⁴) эмитентов и, соответственно, 56-59% - на государственных.

Однако за этими цифрами скрываются **заметные различия для отдельных государств.** Если для развитых рынков эта пропорция примерно одинакова для всех, то для формирующихся рынков она весьма различна. В некоторых странах главным эмитентом выступает частный сектор (Аргентина, Корея), в других доля государства превышает 80-90% (Турция, Индия, Венгрия).

В России большая часть задолженности по облигациям приходится на государственный сектор (а до 1999 г. практически полностью). (Правда, здесь не учитывается задолженность по векселям, которые в российских условиях нередко выполняют роль облигаций).

Тем не менее, рынок корпоративных облигаций в России развивается с 2000 г. быстрыми темпами. По мнению Я.М.Миркина, в силу ряда фундаментальных факторов и, прежде всего, структуры акционерной собственности, в России складывается модель, основанная на долговом, а не на долевым финансировании (как, впрочем, на большинстве формирующихся рынков). Поэтому при объективной потребности в привлечении внешних источников финансирования именно данный сегмент финансового рынка в России имеет наибольшие перспективы роста¹⁵.

Постараемся дать более детальную характеристику составу эмитентов долговых бумаг. Он заметно различается по странам (см. **таблица 1.19**).

Картина, как мы видим, достаточно пестрая. В большинстве случаев ведущим эмитентом облигаций выступает государство (в широком значении слова). Под государственными бумагами (public sector securities) обычно понимаются бумаги, выпускаемые правительством и правительственными учреждениями и органами власти более низкого уровня (субъектами федерации, муниципалитетами и пр.).

Огромные масштабы эмиссии правительствами развитых стран связаны с хроническим дефицитом бюджета. Величина государственного долга относительно ВВП в развитых странах колеблется от 50 до 136% ВВП.

Правительственные ценные бумаги могут быть представлены ценными бумагами министерства финансов и правительственных учреждений. Доля последних заметно различается по странам. Наиболее крупный рынок ценных бумаг правительственных учреждений – в США. Речь идет прежде всего об организациях, связанных с ипотечным финансированием (GNMA, FNMA, FHLB, FHLMC). Некоторые из них, в частности, крупнейшая – FNMA, являются частными корпорациями с правительственными гарантиями. В 2001 г. задолженность по их ценным бумагам составляла почти 5 трлн.долл., что сопоставимо с задолженностью по ценным бумагам Японии¹⁶.

Нецентральные органы власти непосредственно выступают крупными эмитентами в США, Канаде и Австралии. Общий объем задолженности нецентральных органов власти США в конце 2001 г. превышал 1,7 трлн.долл.¹⁷, то есть был равен более 10% от общей задолженности по долговым инструментам американских эмитентов.

В ФРГ федеральные земли, традиционно пользующиеся большими правами, если исходить из данных об эмиссии ценных бумаг, не являются серьезными заемщиками. Однако это не так. Просто финансовые потребности правительств земель

¹⁴ Здесь понятия корпоративные облигации и облигации частных эмитентов употребляются как синонимы. В статистических изданиях некоторых стран под корпоративными облигациями понимаются облигации нефинансовых компаний

¹⁵ Миркин Я.М.. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. - М.: Альпина Паблишер. - 2002. - С.211-231

¹⁶ Financial Flow Accounts, 1995-2001. - Board of Governors of Federal Reserve. - Washington. - 2002. - March 7. - P.80 (www.federalreserve.gov)

¹⁷ Ibid. - P.81

удовлетворяются за счет кредитов банков. А банки, в свою очередь, выступают основной группой эмитентов облигаций в ФРГ.

Доля нефинансовых компаний среди эмитентов облигаций также заметно различается: наиболее высокая – в США, Японии, Англии, Франции, низкая – в ФРГ, Италии. В ФРГ потребности в долгосрочном капитале нефинансовых компаний удовлетворяются за счет банковского кредита, источником которого в значительной мере являются ресурсы, привлеченные за счет выпуска облигаций банками.

Более существенно различается структура эмитентов в странах с “формирующимися” рынками. Как видно из *таблицы 2*, в этой группе есть страны, у которых практически все внутренние (domestic) ценные бумаги приходятся на государство (Польша, Турция), и одновременно есть ряд стран, где в качестве эмитентов преобладают частные институты (это характерно для азиатских “новых индустриальных стран”).

В России первые внутренние эмиссии облигаций частными компаниями стали осуществляться реально лишь с 1999 г. Тем не менее, этот сегмент фондового рынка развивается весьма динамично, причем это первый пример, когда российские предприятия действительно используют фондовый рынок для привлечения капитала. Ведь почти все эмиссии акций, осуществлявшиеся российскими акционерными обществами после приватизации, носили чисто технический характер и были связаны с переоценкой основных фондов.

Таблица 1.19

**Структура задолженности по ценным бумагам внутреннего долга
по видам эмитентов, конец года**

| | Всего, млрд.долл | | | Государство, % | | | Финансовые институты, % | | | Нефинансовые компании, % | | |
|------------------|------------------|-------|-------|----------------|------|------|-------------------------|------|------|--------------------------|------|------|
| | 1998 | 2000 | 2001 | 1998 | 2000 | 2001 | 1998 | 2000 | 2001 | 1998 | 2000 | 2001 |
| Всего* | 28207 | 29395 | 30552 | 60 | 61 | 61 | 27 | 26 | 26 | 13 | 13 | 13 |
| США | 13095 | 14336 | 15378 | 56 | 56 | 55 | 27 | 28 | 29 | 17 | 17 | 16 |
| Япония | 5212 | 6329 | 5817 | 71 | 76 | 76 | 16 | 13 | 12 | 13 | 12 | 13 |
| Германия | 1997 | 1603 | 1496 | 43 | 43 | 46 | 56 | 56 | 52 | 0,5 | 1 | 2 |
| Франция | 1210 | 1006 | 1038 | 60 | 59 | 61 | 33 | 30 | 28 | 7 | 11 | 11 |
| Великобритания** | 853 | 852 | 921 | 55 | 49 | 45 | 32 | 32 | 31 | 13 | 19 | 24 |
| Италия | 1576 | 1213 | 1332 | 77 | 77 | 71 | 23 | 21 | 24 | 0,4 | 1 | 5 |
| Канада | 519 | 573 | 572 | 83 | 72 | 71 | 7 | 17 | 17 | 10 | 12 | 13 |
| Испания | 349 | 306 | 360 | 86 | 82 | 74 | 8 | 10 | 14 | 6 | 8 | 12 |
| КНР | 210 | 261 | 403 | 66 | 66 | 72 | 32 | 31 | 25 | 2 | 2 | 3 |
| Индия | 112 | 135 | 130 | 74 | 80 | 98 | 1 | 0,2 | 0,2 | 25 | 19 | 1,3 |
| Бразилия | 387 | 288 | 312 | 75 | 89 | 84 | 25 | 17 | 15 | 0,5 | 0,8 | 1 |
| Мексика | 37 | 69 | 88 | 78 | 80 | 85 | 8 | 6 | 5 | 14 | 13 | 10 |
| Корея | 240 | 304 | 293 | 21 | 28 | 26 | 36 | 33 | 33 | 43 | 40 | 41 |
| Малайзия | 62 | 63 | 83 | 37 | 38 | 39 | 24 | 7 | 8 | 39 | 54 | 53 |
| Польша | 29 | 31 | 44 | 100 | 100 | 100 | - | - | - | - | - | - |
| Турция | 38 | 48 | 85 | 100 | 100 | 100 | - | - | - | - | - | - |
| Россия | 28 | 22 | 21 | 100 | 98 | 95 | - | - | - | - | 2 | 5 |

*Сумма может не равняться 100 из-за округлений

**К бумагам внутреннего долга отнесены евростерлинговые облигации. Эмитентами выступают не только английские компании и банки, но и иностранные заемщики. Собственно на корпоративные (банковские и небанковские) облигации приходится не более 5% задолженности.

Рассчитано по: BIS Quarterly Review. Statistical Annex за разные годы (www.bis.org). Источники по России – Министерство финансов, частные оценки (без учета вексельной задолженности). Данные приведенной таблицы не являются полными и не учитывают ряд позиций. Например, по США в группу бумаг государственного сектора не попали нерыночные (не обращающиеся) ценные бумаги. Впрочем, именно в силу того, что эти инструменты не обращаются на рынке, информация о них обычно никогда и не включается в общие таблицы долговых бумаг.

1.4.2. Рынок корпоративных облигаций США

Объемы рынка

На корпоративные облигации в США в 2002 г. приходилась примерно пятая часть всего внутреннего долга, выраженного рыночными (обращающимися) ценными бумагами (*таблица 1.20*).

Около 70% всей задолженности по внутренним корпоративным облигациям приходилось на нефинансовые корпорации, остальное – на финансовые институты, среди которых ведущими эмитентами выступают финансовые компании и банки.

Таблица 1.20

**Структура задолженности по долговым ценным бумагам США,
млрд. долл.***

| Показатель | 1980 | 1985 | 1990 | 1995 | 2000 | 2002 |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Корпоративные облигации | 460 | 777 | 1350 | 1938 | 3372 | 3997 |
| Рыночные облигации федерального правительства (казначейские обязательства) | 658 | 1507 | 2093 | 3260 | 2993 | 3122 |
| Облигации федеральных агентств | 164 | 294 | 435 | 835 | 1853 | 2373 |
| Бумаги, обеспеченные пулом закладных на недвижимость (MBS) | 114 | 372 | 1333 | 2352 | 3565 | 4705 |
| Муниципальные облигации | 399 | 860 | 1184 | 1268 | 1481 | 1763 |
| Коммерческие бумаги и банковские акцепты | 164 | 359 | 610 | 701 | 1446 | 1348 |
| Бумаги, основанные на активах (ABS) | | 1 | 90 | 316 | 1072 | 1543 |
| Всего | 1959 | 4170 | 7095 | 10670 | 15782 | 18851 |
| <i>Для сравнения</i> | | | | | | |
| <i>Стоимость акций национальных эмитентов</i> | <i>1454</i> | <i>2199</i> | <i>3231</i> | <i>7484</i> | <i>15395</i> | <i>10063</i> |
| <i>Депозиты в банках и наличные деньги</i> | <i>1949</i> | <i>3056</i> | <i>3831</i> | <i>3986</i> | <i>5326</i> | <i>6231</i> |

*Составлено по: Bond Market Association (www.bondmarkets.com); Financial Flow Accounts of the United States. Annual Flows and Outstandings 1995 – 2002, pp.76-82 <http://www.federalreserve.gov>; Treasury Bulletin. March, 2003, p.24-30 www.ustreas.gov; U.S. Census Bureau, Statistical Abstract of the United States: 2001, p.310 www.census.gov

Выпуск корпорациями долговых инструментов регулируется рядом нормативных документов. Основными нормативными актами выступают Единообразный торговый кодекс (Uniform Commercial Code) и Закон о доверительном контракте 1939 г. (Trust Indenture Act).

Виды и условия выпуска корпоративных облигаций

С точки зрения *отраслевой классификации* корпоративные *облигации (bonds)* в США делятся на 5 основных видов: 1) предприятий коммунального хозяйства (public utilities), 2) транспортных компаний (transportation companies), 3) промышленных компаний (industrial corporations), 4) финансовых компаний (financial companies), 5) конгломератов (conglomerates).

По *срокам* к краткосрочным корпоративным облигациям относятся инструменты со сроком до погашения менее 5 лет, среднесрочным – от 5 до 12 и долгосрочным – свыше 12 лет¹⁸.

С точки зрения *обеспечения* облигации (bonds) делятся на *обеспеченные (secured)* и *необеспеченные (unsecured)*. В первом случае, если корпорация оказывается не в состоянии выполнить свои обязательства перед инвесторами, они

¹⁸ Классификация Ассоциации участников рынка облигаций (The Bond Market Association) www.bondmarkets.com

могут обратить свои требования на конкретное имущество корпорации, служащее обеспечением (залогом).

В случае банкротства корпорации *доверенное лицо* (см. ниже) вступает во владение залоговыми активами от имени владельцев облигаций. В обязанность доверенного лица входит продажа залога и распределение выручки между владельцами облигаций.

Обеспеченные облигации в США принято классифицировать на основе конкретного вида активов, служащих обеспечением.

Облигации, обеспеченные недвижимостью (*mortgage bonds*)¹⁹. Эти облигации обеспечены землей и зданиями. Корпорация может выпускать первозакладные и вторичнозакладные облигации, обеспеченные тем же имуществом. Соответственно инвесторы могут иметь первое или старшее *право удержания имущества (lien)* и второе или младшее право. Для защиты инвесторов предусматривается, что общая стоимость выпущенных облигаций не должна превышать стоимости залога. Такие облигации часто выпускают компании коммунального хозяйства (*utilities*).

Корпоративные облигации, обеспечением которых служит какое-то оборудование, носят название *equipment trust certificates*. Обычно они выпускаются транспортными компаниями и обеспечены подвижным составом или самолетами. Эти облигации считаются высоконадежными инвестициями, поскольку погашение облигаций осуществляется раньше, чем происходит полная амортизация оборудования. Тем самым в любой момент в случае банкротства эмитента стоимость оборудования достаточна для компенсации владельцев облигаций.

В некоторых случаях обеспечением могут служить имеющиеся у эмитента ценные бумаги (обычно акции) других корпораций. Подобные облигации получили название *collateral trust bonds*. Как правило, в качестве обеспечения выступают акции дочерних компаний.

Облигации корпораций, не имеющие какого-либо конкретного обеспечения, носят в США название «*debentures*»²⁰.

Некоторые корпоративные облигации предоставляют инвесторам право конвертировать их облигации в акции компании эмитента (*конвертируемые облигации – convertible bonds*). Право конверсии фиксируется условиями выпуска и может быть реализовано либо в любое время, либо в обусловленные периоды.

Выпуск конвертируемых облигаций позволяет корпорации привлечь ресурсы под более низкую, по сравнению с обычным выпуском, процентную ставку. Инвестор рассчитывает выиграть от конверсии в акции, если их рыночная цена превысит цену конверсии. Кроме того, по сравнению с владельцами обыкновенных акций, у него есть преимущество в погашении задолженности в случае банкротства.

Большинство конвертируемых облигаций имеют такую черту, как *право досрочного отзыва эмитентом* (со встроенным опционом «кол») – *callable bonds*). Это позволяет эмитенту погасить собственные облигации, уплатив небольшую премию, в случае, если рыночная цена слишком сильно отрывается от цены конверсии.

Встречаются также облигации со встроенным опционом «пут» – когда инвестор имеет право досрочного погашения облигаций в установленные периоды времени.

Иногда корпорации выпускают облигации, конвертируемые в акции какой-то иной компании (обмениваемые облигации (*exchangeable debentures*)).

Иногда выплата процентов и основной суммы долга гарантируется другой корпорацией. Такие облигации носят название «гарантированных» (*guaranteed bonds*). Типичный вид гарантии – гарантия материнской компании по облигационному выпуску дочерней корпорации.

¹⁹ Не путать с mortgage-backed security

²⁰ В Великобритании значение этого слова прямо противоположное: облигации с обеспечением

Компании, находящиеся в процессе реорганизации (например, связанной с банкротством), выпускают т.наз доходные облигации (*income bonds*). Эмитент обязуется погасить основную сумму долга по истечении срока облигации, но проценты выплачиваются лишь при условии наличия прибыли. Доходные облигации часто называют «перестроечными облигациями» (*adjustment bonds*).

Облигации с нулевым купоном (*zero-coupon bonds*) приносят доход владельцам в виде разницы между эмиссионной ценой и ценой погашения, как правило, равной номиналу. Регулярных процентных выплат по ним не производится. В целом подобные выпуски довольно редки.

В американской деловой печати очень часто встречается такое понятие, как «*мусорные*» или «*бросовые*» облигации (*junk bonds*). Под ними понимают спекулятивные облигации, имеющие высокую степень риска, но и обладающие высокой доходностью. К «мусорным» относятся, например, облигации, выпускаемые с целью поглощения другой корпорации.

Вставка

Быстрый рост торговли junk bonds приходится на 80-е годы. Рост популярности этих инструментов часто связывают с именем специалиста компании «Дрексел Бёрнэм Ламберт» Майкла Милкена – наиболее успешного оператора на рынке junk bonds. Имя последнего связано и с самым громким скандалом на фондовом рынке за послевоенный период. В 1990 г. за нарушение законов о ценных бумагах Милкен был приговорен к 10 годам тюремного заключения и штрафу в 400 млн.долл.

До начала 60-х годов в США имели некоторое распространение *облигации на предъявителя*, имевшие купоны, но подавляющее большинство облигаций являлись именованными. С 1 июля 1983 г. все новые выпуски корпоративных облигаций только *именные*.

Номинал облигаций обычно кратен \$1000 и/или \$5000. Наиболее распространенный номинал корпоративных облигаций составляет в США \$1000.

По закону 1939 г. выпуск облигаций может состояться только при наличии специального *доверенного лица (trustee)*. В его роли выступает банк или доверительная (трастовая) компания, с которым (ой) эмитент заключает специальное соглашение. В его функции входит защита интересов инвесторов. В *облигационном соглашении (контракте – indenture)*, которое должно быть зарегистрировано в Комиссии по ценным бумагам и биржам США, вместе с проспектом эмиссии, перечислены основные обязательства эмитента и права владельцев облигаций. В частности, в нем могут оговариваться такие условия, как отношение задолженности эмитента к собственному капиталу, запрет на новые выпуски облигаций до погашения облигаций данного выпуска и т.п.

На защиту инвестора направлены и статьи о *негативном залоге (negative pledge)*. Эмитент облигации не должен предоставлять залогового обеспечения под свою любую другую задолженность без выделения по меньшей мере равного залогового обеспечения под данный облигационный выпуск.

Существует два основных вида доверительных контрактов: «*закрытый*» и «*открытый*» (*closed-end indenture, open-end indenture*). Закрытый контракт не разрешает корпорации выпускать новые облигации, обеспеченные теми же активами. Подобный тип контракта обеспечивает инвестору наибольшую защищенность.

«Открытый» контракт разрешает эмитенту выпускать новые облигации с тем же самым обеспечением. Однако в этом случае контракт обычно предусматривает, что новый выпуск может состояться лишь в том случае, если корпорация имеет определенный уровень рентабельности.

Организация первичного и вторичного рынков корпоративных облигаций

Первичный рынок. По Закону о ценных бумагах 1933 г. выпуск облигаций (долговых инструментов) на срок свыше 270 дней предусматривает обязательную регистрацию проспекта эмиссии в Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Поскольку размещение ценных бумаг корпорацией на рынке – мероприятие эпизодическое и имеет свою специфику, с которой сам эмитент незнаком, оно осуществляется практически всегда с помощью специализированной фирмы – компании по ценным бумагам (брокерско-дилерской фирмы). Обычно в США компании, занимающиеся операциями подобного рода, носят название инвестиционных банков. Инвестиционный банк выполняет роль посредника между эмитентом и инвесторами.

Обычно инвестиционный банк занимается распространением ценных бумаг на условиях андеррайтинга. В чистом виде под **андеррайтингом (underwriting)** понимается принятие инвестиционным банком обязательства (или выдача гарантий) выкупить весь выпуск или нереализованную часть выпуска по согласованной с эмитентом цене. Если в силу каких-то причин реализация ценных бумаг проходит плохо, именно андеррайтер, а не эмитент, несет убытки. Более широкое значение термина «андеррайтинг» – процедура вывода ценных бумаг эмитента инвестиционным банком на рынок.

Довольно часто в американской литературе встречается понятие **«андеррайтинг на условиях лучших усилий» (best effort underwriting)**. Строго говоря, в данном случае речь идет не об андеррайтинге, как гарантировании размещения, а об обязательстве приложить все усилия для продажи ценных бумаг эмитента. Обычно инвестиционные банки берутся за размещение на этих условиях ценных бумаг небольших компаний. В целом же основной метод – принятие твердых обязательств.

Практически никогда инвестиционный банк, с которым компания-эмитент договаривается о продаже своих ценных бумаг, не работает в одиночку. Всегда образуется синдикат андеррайтеров, насчитывающий до нескольких десятков членов, в котором существует главный андеррайтер – инвестиционный банк, с которым эмитент договаривается об условиях выпуска.

Андеррайтинг может производиться **на конкурсной основе (competitive bid basis)**, когда эмитент предлагает нескольким синдикатам андеррайтеров передать свои предложения и отбирает то, где указывается самая высокая цена, либо непосредственно согласовывает условия выпуска с инвестиционным банком (**negotiated basis**).

Доход андеррайтера образуется за счет маржи или спреда (**spread**) между ценой реализации конечным инвесторам и ценой, которую получает эмитент. И та, и другая цена указаны в проспекте эмиссии.

На основании Закона о ценных бумагах 1933 г. практически любой выпуск корпоративных ценных бумаг, предлагаемых широкому кругу инвесторов (открытая подписка), производится лишь после регистрации этого выпуска в Комиссии по ценным бумагам и биржам. Речь идет о **регистрационном заявлении (registration statement)** – документе, содержащем подробную информацию об эмитенте, о предстоящем выпуске и его целях, и **проспекте эмиссии (prospectus)** – кратком рекламном сообщении о предстоящем выпуске (по сути это регистрационное заявление в сжатом виде).

В обязанности андеррайтера в числе прочих входит и подготовка соответствующих документов в Комиссию. С момента подачи заявки на регистрацию до момента, когда ценные бумаги можно предлагать инвесторам, должно пройти не менее 20 дней (так называемый «охладительный период»). А если подсчитать все время

между принятием решения об эмиссии до начала размещения, то окажется, что вся процедура занимает в среднем два месяца.

Начиная с 1982 г. крупные корпорации, чьи акции котируются на биржах, на основе Правила 415 Комиссии по ценным бумагам и биржам имеют возможность единожды зарегистрировать выпуск, как бы положив его на полку (отсюда и название «*полочная регистрация*» – *shelf registration*), а реальную продажу производить по мере необходимости в течение 2 лет. Используя данную процедуру, компания имеет возможность выйти на рынок капитала в течение нескольких дней, а не недель или месяцев. Кроме того, заметно снижается андеррайтинговый спред. Если при традиционном размещении корпоративных облигаций величина спреда составляет от \$7,50 до \$8,75 на одну облигацию (номиналом \$1000), то при «полочной регистрации» он снижается до \$2-3. При выпуске акций традиционным методом издержки составляют 3-4% от выручки, при «полочной регистрации» они сокращаются до 2-3%. Неудивительно, что крупные корпорации в основном используют именно этот метод.

При распространении ценных бумаг среди ограниченного круга лиц – *частном размещении (private placement)* издержки намного меньше.

Финансовый рынок США характеризуется огромными масштабами привлечения капиталов предприятиями именно через фондовый рынок. С конца 90-х годов объем привлекаемый корпорациями средств превышает 2 трлн. долл. (*таблица 1.21*). В этом отношении финансовый рынок США заметно отличается от финансового рынка Германии и Японии, где основным источником внешних ресурсов, привлекаемых предприятиями, выступают банковские займы.

Таблица 1.21
Объем привлеченных финансовых ресурсов на рынке США с помощью выпуска акций и облигаций*

| Годы | Всего Млрд.долл. | Публичное размещение (андеррайтинг) | | Частное размещение | |
|------|---------------------|--|----|--------------------|----|
| | | Млрд.долл. | % | Млрд.долл. | % |
| 1985 | 218 | 138 | 63 | 80 | 37 |
| 1990 | 443 | 312 | 70 | 131 | 30 |
| 1995 | 857 | 722 | 84 | 134 | 16 |
| 1997 | 1684 | 1317 | 78 | 367 | 22 |
| 1999 | 2406 | 1960 | 81 | 447 | 19 |
| 2000 | 2334 | 1851 | 79 | 483 | 21 |

*Источник: Securities Industry Fact Book 2001, p. 12 (www.sia.com)

Большая часть (от 75 до 90%) привлекаемых на рынке средств путем публичной подписки на ценные бумаги (сопровожденные андеррайтингом) приходится на облигации, соответственно, от 25 до 10% - на акции (*таблица 1.22*).

Таблица 1.22
США: структура публичных корпоративных эмиссий, млрд.долл.

| Годы | Всего | Облигации | Акции | | | Первое публичное размещение акций (ИРО)* |
|------|--------|-----------|-------------------|--------------|-------|--|
| | | | Привилегированные | Обыкновенные | Всего | |
| 1980 | 57,6 | 41,6 | 3,2 | 12,8 | 16,0 | 1,4 |
| 1985 | 138,0 | 104,7 | 8,6 | 24,7 | 33,3 | 8,4 |
| 1990 | 312,3 | 288,4 | 4,7 | 19,2 | 23,9 | 4,5 |
| 1995 | 722,4 | 625,3 | 15,1 | 82,0 | 97,1 | 30,0 |
| 1997 | 1317,3 | 1163,9 | 33,3 | 120,2 | 153,4 | 43,2 |
| 1999 | 1959,8 | 1768,0 | 27,5 | 164,3 | 191,7 | 64,3 |
| 2000 | 1851,0 | 1646,6 | 15,4 | 189,1 | 204,5 | 75,8 |

*Без учета IPO, проводимых закрытыми инвестиционными компаниями. Источник: Securities Industry Fact Book 2001, p.24 (www.sia.com):

Данные **таблицы 1.22** свидетельствуют о постоянном росте заимствований на фондовом рынке (вплоть до 1999 г.). При этом следует иметь в виду и другой показатель – нетто-эмиссию ценных бумаг (эмиссия за вычетом погашаемых облигаций и выкупа акций, **таблица 1.23**). Начиная с 80-х годов нетто-эмиссия акций в США преимущественно имеет минусовый знак. За 21 год (1980-2000 гг.) положительное сальдо наблюдалось 7 раз, в то время как за 15 предшествующих – только один раз. Начиная с 1995 г. постоянно происходило превышение покупок корпорациями собственных акций по сравнению с новыми эмиссиями. С облигациями картина иная.

Таблица 1.23

Нетто-эмиссия акций и корпоративных облигаций в США, млрд.долл.*

| Годы | Акции | Корпоративные облигации |
|------|-------|-------------------------|
| 1970 | 6 | 23 |
| 1980 | 15 | 36 |
| 1985 | -71 | 143 |
| 1990 | -46 | 123 |
| 1995 | -16 | 344 |
| 1996 | -6 | 357 |
| 1997 | -84 | 422 |
| 1998 | -173 | 550 |
| 1999 | -27 | 455 |
| 2000 | -117 | 392 |
| 2001 | -47 | 670 |
| 2002 | -40 | 516 |

*Источник: Securities Industry Fact Book 2001, p.21 (www.sia.com); Financial Flow Accounts of the United States. Annual Flows and Outstandings 1995-2002 pp.36-37 <http://www.federalreserve.gov>

Вторичный рынок. Некоторые корпоративные облигации имеют листинг на фондовых биржах, но большинство листинга не имеют и являются в США инструментами **внебиржевого рынка (OTC market)**. Впрочем, и сами листинговые облигации в основном продаются и покупаются вне бирж.

Согласно существующим в индустрии ценных бумаг США стандартам, разрыв между сделкой по облигациям и ее улаживанием или урегулированием расчетов (settlement) составляет (с 1995 г.) 3 рабочих дня (Т+3, ранее – 5, т.е. Т+5).

Проценты выплачиваются обычно два раза в год. Если владелец облигации продает ее в период между выплатой процентов, покупатель платит продавцу сумму, которая включает также и причитающиеся продавцу проценты – **накопленные проценты (accrued interest)**. Согласно действующим в США правилам (конвенции) начисленные проценты по корпоративным облигациям рассчитываются исходя из посылки, что число дней в году равно 360, а каждый месяц равен 30 дням. Сумма начисленных процентов исчисляется от даты последней выплаты до **даты улаживания сделки (settlement)**, не включая эту дату.

Вставка

Пример. 15 сентября инвестор приобретает корпоративную облигацию номиналом 10000 долл. с купонной ставкой 10% и сроком погашения 1 декабря 1998 г. За какой срок и какую сумму начисленных процентов должен заплатить инвестор?

Проценты выплачиваются за каждые шесть месяцев в зависимости от срока облигации. В нашем примере проценты выплачиваются 1 июня и 1 декабря. Начисленные проценты будут исчисляться с 1 июня.

При обычном сроке улаживания сделки по схеме T+3 датой урегулирования расчетов является 18 сентября (3 рабочих дня). Начисленные проценты должны исчисляться по дате урегулирования расчетов (но не включая ее).

Количество дней для расчета будет включать все дни июня, июля и августа (в каждом по 30 дней) плюс 17 день в сентябре. В общей сложности это составит 107 дней.

Общая сумма начисленных процентов, подлежащих уплате продавцу, составит $10000 \times 0,1 \times 107/360 = 297,22$ долл.

Проценты по корпоративным облигациям облагаются обычной налоговой ставкой (как и все регулярные доходы).

1.4.3. Корпоративные облигации в Японии

Объемы рынка

По своему объему рынок долговых ценных бумаг Японии уступает только США. Совокупный объем задолженности по ценным бумагам в 2002 г. превышал 6,5 трлн. долл. На долю государственных облигаций приходится свыше 60%, корпоративных небанковских – 10%, муниципальных и банковских по 7%, депозитных банковских сертификатов – 5% (таблица 1.24).

Таблица 1.24

Япония: задолженность по долговым инструментам, млрд. иен

| Показатель | 1985 | 1990 | 1995 | 2000 | 2002 |
|---|--------|--------|--------|--------|----------|
| Государственные и среднесрочные облигации | 134431 | 166338 | 225185 | 367555 | 496664 |
| Облигации с правительственной гарантией | 16443 | 19594 | 21838 | 26355 | |
| Казначейские векселя | | 7605 | 12799 | 33358 | 35295 |
| Финансовые векселя правительства | 13659 | 25505 | 25290 | 40197 | 43526 |
| Муниципальные облигации | 20764 | 19230 | 36225 | 52000 | |
| Коммерческие бумаги | | | | 23719 | 23639 |
| Корпоративные облигации обыкновенные | 9461 | 11936 | 27316 | 53986 | 59925 |
| Корпоративные конвертируемые облигации | 4552 | 16091 | 19515 | 10884 | н/д |
| Облигации с варрантом | 109 | 1468 | 311 | - | - |
| Облигации «самурай» | 5423 | 5980 | 9948 | 7800 | н/д |
| Банковские облигации процентные | 28386 | 49204 | 49627 | 36139 | н/д |
| Банковские облигации дисконтные | 15129 | 18459 | 26454 | 12030 | н/д |
| Депозитные сертификаты | 9657 | 18860 | 24309 | 38504 | 30496 |
| Итого | 258014 | 360270 | 478817 | 702527 | 783000** |

*Источник: база данных Банка Японии (Bank of Japan Statistics <http://www.boj.or.jp>); Japan Statistical Yearbook 2003 (www.stat.go.jp)

**Оценка

До 80-х годов выпуск облигаций (равно как и акций) играл относительно невысокую роль в финансировании японских корпораций. Потребности удовлетворялись почти исключительно за счет долгосрочных кредитов банков. В немалой степени это было связано с существовавшими многочисленными ограничениями на выпуск акций и облигаций компаниями. Внешний (международный)

рынок капиталов для японских компаний также был закрыт. В этих условиях для японских корпораций банки являлись единственным источником внешних финансовых ресурсов. Это подталкивало японские фирмы искать особо тесные связи с банками и явилось одной из причин формирования системы «*основных банков*» (*main bank system*). У населения также не было иного выхода, как держать все сбережения в форме банковских вкладов.

Ситуация начала изменяться, хотя и очень медленно и постепенно с конца 70-х годов, когда японское правительство приступило к дерегулированию финансовой системы. Первым шагом стало создание вторичного рынка государственных облигаций, затем постепенно дерегулирование коснулось рынка корпоративных облигаций и акций. Важным событием стало ослабление валютного контроля в 1980 г. (реформа Закона о валютных операциях и валютном контроле), а также открытие зарубежных рынков капитала для японских корпораций в 1984 г. В 1987 г. появилась возможность выпуска коммерческих бумаг.

Таким образом, постепенно японские фирмы получили альтернативные банковскому кредиту способы мобилизации капитала. Многие крупные японские фирмы переориентировались с банков на иные источники капитала. Так, если в 70-е годы отношение банковского кредита к активам компаний обрабатывающей промышленности составляло 0,35, то в 1990-е гг. оно не превышало уже 0,15.²¹

Начиная с 80-х годов происходит расширение эмиссий как акций, так и облигаций. И если кризис на рынке акций в 1990 г. привел к резкому снижению объемов их выпуска, то эмиссия корпоративных облигаций сохранила устойчивую тенденцию роста (*таблица 1.25*). Японские корпорации выступали крупными эмитентами на рынке еврооблигаций (данные по еврооблигациям не входят в таблицу).

Таблица 1.25
Первичное размещение ценных бумаг в Японии, млрд. иен*

| Показатель | 1992 | 1994 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Акции | 419 | 935 | 10090 | 1798 | 2066 | 1998 |
| В т.ч. привилегированные | - | 100 | 7012 | 137 | 228 | 1054 |
| Государственные долгосрочные облигации | 17861 | 22975 | 36133 | 27235 | 38415 | 31868 |
| Государственные среднесрочные облигации | 1529 | 5750 | 12734 | 28207 | 51525 | 57379 |
| Государственные дисконтные обязательства | 24497 | 27129 | 53182 | 50553 | 44030 | 48602 |
| Муниципальные облигации | 1027 | 1552 | 1998 | 2200 | 2290 | 2582 |
| Облигации с правительственной гарантией | 1852 | 2747 | 2966 | 4854 | 4815 | 4216 |
| Корпоративные облигации | 3010 | 2970 | 7498 | 8276 | 8610 | 7151 |
| Прочие («самурай», конвертируемые и т.п.) | 1715 | 4072 | 1463 | 2817 | 1832 | 920 |

*Источник: Stock Exchange Fact Book 2003, p.42-43 (www.tse.or.jp)

Виды корпоративных облигаций

Все японские облигации могут выпускаться как именные или предъявительские ценные бумаги.

²¹ Takeo Hoshi. What Happened to Japanese Banks? Institute for Monetary and Economic Studies. Bank of Japan. Discussion Paper No. 2000-E-7, March 2000, P.6

Облигации банков (Kinu Sai). Выпуск банковских облигаций традиционно выступал важным способом привлечения ресурсов в первую очередь банками долгосрочного кредита, Банком Токио – Митсубиси, а также банками сельскохозяйственного кредита и кооперативными банками. Традиционно купонная ставка по этим облигациям устанавливалась по согласованию с министерством финансов.

Корпоративные облигации (Sha Sai). В Японии существуют весьма жесткие правила выпуска облигаций. Высокие требования предъявляются к состоянию баланса эмитента. Выпуски осуществляются только с доверенным лицом (как в США), которым выступает доверительный банк.

Прочие виды долговых инструментов. В этом качестве могут рассматриваться евроиенные облигаций, облигации «Самурай», облигации «Даймио».

Евроиенные облигации – облигации, выпущенные за пределами Японии, но выраженные в иенах. Евроиенные облигации могут быть приобретены и японскими инвесторами (с определенными ограничениями). Проценты, как и по большинству еврооблигаций, выплачиваются раз в год. Расчеты осуществляются через международные депозитарно-клиринговые системы Евроклир или Клеарстрим.

Облигации «Самурай» – облигации, выпущенные в Японии иностранными заемщиками.

Облигации «Даймио» – облигации, выпущенные в Японии транснациональными корпорациями. Как и по еврооблигациям, расчеты по ним осуществляются через Евроклир или Клеарстрим, проценты выплачиваются раз в год.

Доходность облигаций

Данные о доходности корпоративных облигаций в Японии в сопоставлении с другими финансовыми инструментами приведены в *таблице 1.26*.

Таблица 1.26
Процентные ставки по основным финансовым инструментам Японии, % годовых, конец года*

| Годы | Ставка рефинансирования (овернайт, без обеспечения) | Ставка по коммерческим бумагам | Доходность казначейских векселей | Доходность государственных 10-летних облигаций для подписчиков | Процентные банковские облигации (5 лет) | Корпоративные облигации (12 лет) |
|------------|---|--------------------------------|----------------------------------|--|---|----------------------------------|
| 1983 | 6,25 | | | 7,69 | 7,12 | 7,49 |
| 1985 | 7,86 | | | 6,58 | 6,69 | 6,79 |
| 1990 | 8,25 | | | 6,8 | 6,85 | 6,86 |
| 1991 | 5,5 | | | 5,84 | 5,58 | 6,12 |
| 1993 | 3,84 | | 1,7 | 3,47 | 2,38 | 4,06 |
| 1995 | 0,4 | 1,23 | 0,35 | 2,91 | 1,85 | 3,5 |
| 1996 | 0,38 | 0,52 | 0,3 | 2,75 | 1,72 | 3,12 |
| 1997 | 0,44 | 0,61 | 0,34 | 1,99 | 1,63 | 2,83 |
| 1998 | 0,34 | 0,66 | 0,38 | 0,97 | 1,93 | 3,02 |
| 1999 | 0,01 | 0,17 | 0,1 | 1,84 | 1,27 | 2,06 |
| 2000 | 0,22 | 0,23 | 0,45 | 1,66 | 1,26 | 2,00 |
| 2001 | 0,001 | 0,13 | 0,007 | 1,31 | 1,09 | 1,62 |
| 2002 | 0,001 | 0,10 | 0,003 | 1,01 | 0,4 | 1,14 |
| 2003 (май) | 0,001 | 0,05 | 0,01 | 0,55 | 0,22 | 0,71 |

*Источник: база данных Банка Японии (Bank of Japan Statistics <http://www.boj.or.jp>)

1.4.4. Германская практика выпуска и обращения

корпоративных облигаций

Объемы рынка

Рынок облигаций ФРГ (по объему облигационной задолженности) является третьим в мире национальным рынком после США и Японии с объемом в 2-2,5 трлн. долл. США. Спецификой облигационного рынка Германии является абсолютное преобладание банковских облигаций в структуре задолженности и ничтожная доля облигаций промышленных компаний (см. *таблица 1.27*).

Таблица 1.27

**Структура внутренней облигационной задолженности ФРГ,
млрд. марок / евро (%)***

| Показатель | 1986 | | 1990 | | 1995 | | 2000 | | 2002 | |
|--|-------|-----|-------|-----|-------|-----|-------|-----|-------|-----|
| | Млрд. | % | Млрд. | % | Млрд. | % | Млрд. | % | Млрд. | % |
| Всего** | 1018 | 100 | 1459 | 100 | 2870 | 100 | 2265 | 100 | 2481 | 100 |
| Банковские облигации** | 686 | 67 | 901 | 62 | 1606 | 56 | 1446 | 64 | 1563 | 63 |
| Именные облигации | 6 | 0,6 | 11 | 0,8 | 14 | 0,5 | 4 | 0,2 | 3 | 0,1 |
| Ипотечные пфандбрифы | 144 | 14 | 138 | 9 | 215 | 7 | 144 | 6 | 156 | 6 |
| Публичные пфандбрифы | 361 | 35 | 370 | 25 | 724 | 25 | 685 | 30 | 649 | 26 |
| Облигации специализированных кредитных организаций | 65 | 6 | 155 | 11 | 222 | 8 | 157 | 7 | 222 | 9 |
| Прочие банковские облигации | 116 | 11 | 238 | 16 | 446 | 16 | 462 | 20 | 536 | 22 |
| Облигации промышленных компаний | 3 | 0,3 | 3 | 0,2 | 3 | 0,1 | 14 | 0,6 | 37 | 1,5 |
| Государственные облигации | 330 | 32 | 555 | 38 | 1261 | 44 | 806 | 36 | 882 | 35 |

*Источник: Deutsche Bundesbank Capital market statistics 2003. Statistical Supplement to the Monthly Report 2, p.26 (www.bundesbank.de). Задолженность по бумагам с номиналом в марках или евро. До конца 1998 г. цифры приводятся в марках, с 1999 г. – в евро. В конце 2002 г. задолженность по бумагам с номиналом в иных валютах составила 84 млрд. евро.

**Суммы могут не совпадать со слагаемыми из-за округлений.

Виды облигаций

Около 90% облигаций – *предъявительские*. Предъявительские облигации обращаются на биржах и на внебиржевом рынке. Именные облигации не имеют биржевой котировки и продаются только на внебиржевом (телефонном) рынке.

Банковские облигации. К числу банковских облигаций относятся в первую очередь так называемые пфандбрифы и собственно банковские облигации.

Пфандбрифы (Pfandbriefe). *Pfand* – залог, заклад; *Briefe* – письмо. Иными словами, если переводить дословно, залоговое письмо, закладное свидетельство или просто закладная. Изначально (в XVIII в.) пфандбриф и представлял собой закладную – документ, удостоверяющий право его владельца на имущество должника в случае неисполнения им его обязательства.

Однако на самом деле современный пфандбриф имеет с закладным свидетельством общего лишь то, что в основе их лежит ипотечное кредитование, т.е. кредитование под залог недвижимого имущества (да и то не всегда).

Пфандбрифы – облигации, выпускаемые немецкими ипотечными банками для финансирования операций с недвижимостью частным лицам и заемщикам общественного сектора (федеральному правительству, местным органам власти и муниципалитетам).

Обеспечением пфандбрифов служит либо первая закладная на недвижимость *Hypotheken-Pfandbriefe (ипотечные пфандбрифы)* или кредиты государственным органам - *Öffentliche Pfandbriefe (публичные пфандбрифы, ранее известные как Kommunalobligationen)*.

Пфандбриф – германский инструмент, либо не существующий в других странах (например в англосаксонских), либо существующий лишь в более или менее сходном виде (в Европе). Попытки перевести этот термин оказываются неудачными. Например, нередко пфандбриф переводят как ипотечная облигация. Но это не совсем верно в настоящее время. Из всего объема выпущенных пфандбрифов собственно на ипотечные пфандбрифы приходится только 19%, а остальные 81% - на публичные пфандбрифы (*табл. 10*).

Пфандбрифы в Германии могут выпускать 45 финансовых учреждений: 25 частных ипотечных банка (из них 23 – чисто ипотечные и 2 – смешанные), 18 государственных (Земельных) кредитных учреждений и 2 частных банка по ипотечному кредитованию судостроительных предприятий. *Доля частных ипотечных банков в выпуске пфандбрифов в целом составляет примерно 70%, в т.ч. ипотечных пфандбрифов – 80%*.

Ныне рынок пфандбрифов – это крупнейший сегмент рынка облигаций Германии, в отдельные годы превосходящий даже рынок облигаций федерального правительства. Это и крупнейший рынок облигаций в Европе, опережающий рынки государственных облигаций Италии, Германии, Франции и Великобритании. В конце 90-х он занимал 6-е место в мире после рынков государственных облигаций США, Японии, рынка ипотечных облигаций США, коммерческих бумаг США, муниципальных облигаций США.

Задолженность по пфандбрифам достигала в 2000 г. 1081 млрд. евро. (805 млрд. евро в конце 2002 г.). Это, соответственно 38% (32%) внутренней облигационной задолженности (национальных эмитентов). В обращении находится около 17 тыс. выпусков.

В середине 1995 г. на рынке появились так называемые *джамбо-пфандбрифы* (“слоновьи пфандбрифы” – Jumbo Pfandbriefe). Этот термин относится к выпускам на сумму не менее 0,5 млрд. евро. К марту 2000 г. задолженность по джамбо-пфандбрифам достигла 349 млрд. евро. Только за 1999 г. объем рынка джамбо-пфандбрифов вырос на 50%. Почти все джамбо-пфандбрифы (более 90%) – основаны на ссудах правительственным органам²².

Пфандбрифы выпускаются как в именной (1/4), так и предъявительской (3/4) форме. Большая часть облигаций может быть свободно конвертирована из предъявительских в именные и обратно.

Большая часть пфандбрифов имеет фиксированную ставку с выплатой процентного дохода раз в год.

Облигации выпускаются на срок от 1 до 10 лет. Наиболее распространены сроки в 3, 5 и 10 лет. Обычно погашение производится в конце срока разовым платежом, хотя изредка встречаются и отзывные выпуски. *Досрочное погашение не предусматривается* (в отличие от американских и английских MBS).

Пфандбрифы обычно имеют немного более высокую доходность по сравнению с государственными облигациями. В среднем за период 1988-1996 гг. спрэд составлял 18 базисных пунктов для облигаций сроком 5 лет и 22 базисных пунктов по облигациям сроком 10 лет. Спрэд по джамбо-пфандбрифам, как правило, меньше в связи с их более высокой ликвидностью.

Прочие банковские облигации (Inhaberschuldverreibungen) выпускаются, как правило, без обеспечения на срок от 2 до 10 лет.

²² The Pfandbrief The European Credit Benchmark. FACTS AND FIGURES. Association of German Mortgage Banks. Bonn, 2000 (www.pfandbrief.org)

Облигации нефинансовых компаний. Немецкие акционерные общества редко прибегают к выпуску облигаций. Если сразу после войны на них приходилось около 15% всех облигаций, то в дальнейшем их доля снизилась до 1% и меньше.

Доходность корпоративных облигаций

Доходность по облигациям федерального правительства или по пфандбрифам служит в Европе (особенно в зоне евро) в качестве эталонной (benchmark), т.е. используется при определении ставок доходности по прочим инструментам. Как и в большинстве развитых стран, за 90-е годы в связи со снижением темпов инфляции уровень процентных ставок заметно снизился (*таблица 1.28*).

Таблица 1.28

Среднегодовая доходность различных долговых инструментов Германии, % годовых*

| Показатель | 1990 | 1995 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Все облигации | 8,9 | 6,5 | 5,1 | 4,5 | 4,3 | 5,4 | 4,8 | 4,7 | 3,8 |
| Все банковские облигации | 9,0 | 6,5 | 5,0 | 4,5 | 4,3 | 5,6 | 4,9 | 4,7 | 3,8 |
| Ипотечные пфандбрифы | 9,0 | 6,6 | 5,1 | 4,5 | 4,3 | 5,6 | 4,9 | 4,7 | 3,8 |
| Публичные пфандбрифы | 9,0 | 6,5 | 5,0 | 4,5 | 4,3 | 5,5 | 4,8 | 4,7 | 3,7 |
| Прочие банковские облигации | 8,9 | 6,6 | 5,2 | 4,6 | 4,5 | 5,7 | 5,0 | 5,0 | 4,1 |
| Облигации промышленных компаний | 9,0 | 6,9 | 5,2 | 5,0 | 5,0 | 6,2 | 5,9 | 6,0 | 4,4 |
| Государственные облигации | 8,8 | 6,5 | 5,1 | 4,4 | 4,3 | 5,3 | 4,7 | 4,6 | 3,9 |
| Государственные облигации, имеющие листинг, со сроком до погашения от 9 до 10 лет | 8,7 | 6,9 | 5,6 | 4,6 | 4,5 | 5,3 | 4,8 | 4,8 | 4,1 |

*Источник: Deutsche Bundesbank Capital Market Statistics 2003. Statistical Supplement to the Monthly Report 2, p.36 (www.bundesbank.de). За 2003 г. – данные за август.

Организация рынка корпоративных облигаций в Германии

Все государственные облигации и большая часть банковских имеют листинг на биржах, однако торговля ими осуществляется в основном на внебиржевом (телефонном) рынке. Это особенно характерно для банковских облигаций. Непосредственно на торговую систему бирж проходит лишь 5% оборота (2000 г.)²³.

Сделки, совершенные с облигациями на немецких биржах, подлежат исполнению (улаживанию) в течение двух рабочих дней после их заключения (T+2). В случае заключения сделки с иностранным контрагентом срок исполнения равен 3 дням (T+3).

Основными инвесторами на рынке немецких облигаций выступают банки (37% в 2001 г.). Следом за ними идут иностранные и местные институциональные инвесторы. Зарубежные институциональные инвесторы предпочитают государственные облигации. По данным Бундесбанка, в конце 2001 г. иностранцам принадлежало 27% всех немецких облигаций. Основными держателями банковских облигаций выступают сами банки²⁴.

Доля частных инвесторов (физических лиц) составляет примерно 13%, однако, по некоторым оценкам, она занижена, поскольку значительная часть облигаций приобретает в банках анонимно.

²³ Правда, урегулирование все равно осуществляется через депозитарно-клиринговую систему биржи - Clearstream Banking AG (см. ниже)

²⁴ Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1991-2001. Frankfurt/M, Sept. 2002, p.87

1.4.5. Корпоративные облигации в Великобритании

Объемы рынка

Размеры рынка внутренних корпоративных облигаций Великобритании по сравнению с другими развитыми странами невелики. В общем объеме задолженности по инструментам в фунтах стерлингов на корпоративные облигации приходится не более 5%.

Однако на самом деле ситуация с долговым финансированием при помощи выпуска облигаций иная. Большая часть корпоративных облигаций, выпускаемых английскими компаниями, размещается на рынке евробумаг в форме **евростерлинговых облигаций**. Английская статистика выделяет их в отдельную группу, не относя к категории внутренних облигаций (*domestic bonds*). Еще в начале 90-х доля английских эмитентов на рынке евростерлинговых облигаций составляла 80%. Ко второй половине 90-х она снизилась примерно до половины. Основными эмитентами евростерлинговых облигаций в Великобритании выступают крупнейшие банки, строительные общества и ведущие нефинансовые компании (*British Telecom, GlaxoSmithKline* и др.). Большая часть евростерлинговых облигаций – предъявительские ценные бумаги²⁵.

Виды и условия выпуска облигаций

Основным типом **внутренних (*domestic*) облигаций**, выпускаемых компаниями Великобритании, являются **обеспеченные облигации (*debentures*)**²⁶.

Обеспеченные облигации делятся на два вида: **обеспеченные определенными активами (*fixed charge debentures*)** и **обеспеченные всеми активами компании (*floating charge debentures*)**. В первом случае эмитент не имеет права продавать имущество, служащее обеспечением, во втором эмитент может свободно распоряжаться активами до того момента, когда возникает требование к компании (в случае банкротства). Отмеченная особенность отражается на последовательности удовлетворения требований в случае банкротства (изложено в Законе о несостоятельности – *Insolvency Act 1986*):

1) Облигации, обеспеченные определенными активами.

2) Преференциальные кредиторы (*preferential creditors*) (государство в лице налоговых органов).

3) Облигации, обеспеченные всеми активами компании.

4) Необеспеченные кредиторы.

Необеспеченные облигации (*unsecured loan stocks*)²⁷. За ними не стоит какое-либо имущество. Владельцы этих облигаций приравниваются к необеспеченным кредиторам.

Гарантированные облигации (*guaranteed loan stocks*) – необеспеченные облигации, гарантированные третьим лицом, обычно материнской компанией или компанией, принадлежащей к той же финансовой группе.

²⁵ The European Bond Markets. An Overview and Analysis for Issuers and Investors. Ed. By Battley N. L., 1997, p.1471-1481.

²⁶ Обратим внимание на то, что в США данный термин применяется по отношению к необеспеченным облигациям корпораций

²⁷ Обратим внимание читателя на то, что термин *stocks* используется в Англии в отношении облигаций, в то время как в США - акций

И обеспеченные, и необеспеченные облигации могут выпускаться с **фиксированной** или **плавающей процентной ставкой** (последнее больше распространено на рынке еврооблигаций).

И те, и другие могут быть **конвертируемыми** в акции эмитента. Большинство конвертируемых облигаций, выпускаемых английскими компаниями, выражены в долларах США и поступают на рынок евробумаг. Возможность конверсии наступает обычно сразу после эмиссии. Часто конвертируемые облигации выпускаются с условием их погашения по желанию эмитента (со встроенным кол-опционом – опционом на покупку). Право погашения обычно наступает с момента эмиссии. Конвертируемые облигации с кол-опционом сначала продаются с 3-5% премией.

Некоторые облигации выпускаются с пут-опционом (опционом на продажу), дающим право досрочного погашения владельцу облигации. Это право наступает, как правило, через достаточно длительный срок после эмиссии – примерно 5 лет.

Проценты по купонным облигациям выплачиваются обычно два раза в год.

Допускается выпуск облигаций с нулевым купоном, облигаций с глубоким дисконтом (*deep discount*). Под последними в Англии понимают облигации, выпускаемые по цене меньше 85% от номинала. Они могут быть как купонными, так и дисконтными.

Все выпуски облигаций осуществляются, как и в США, с заключением доверительного договора (*deed of trust*), за исполнением которого следит независимый попечитель/доверенное лицо (*trustee*). Облигации выпускаются как именные ценные бумаги (*registered*).

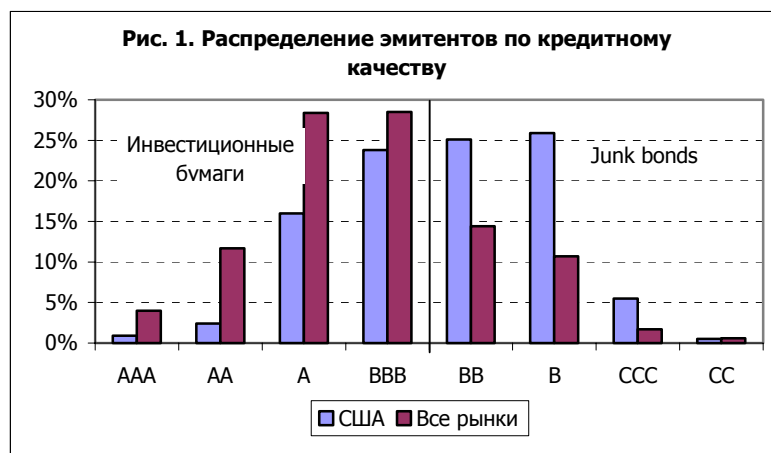
1.4.6. Рынки высокорискованных корпоративных облигаций: опыт организации и его значение для российской практики²⁸

Настоящий подпункт посвящен особенностям, связанным с сегментацией рынка корпоративных облигаций на «инвестиционные» и «не-инвестиционные» сегменты. Главная причина, по которой на развитых рынках имеет смысл проводить строгое различие между этими сегментами, заключается в том, что многие фонды имеют четко сформулированный запрет на инвестирование в облигации «мусорного» качества, в бросовые облигации (*junk* или *high yield bonds*), которые определяются как имеющие кредитный рейтинг ниже Вaa3 (по версии Moody's) или BBB- (по классификации других крупнейших агентств, в т.ч. Standard&Poor's).

Рынок «мусорных» облигаций, несмотря на свое название, занимает очень значительную долю всего долгового рынка. В Соединенных Штатах всего 43% эмитентов имеют кредитные рейтинги инвестиционного качества, в то время как 57% формально являются заемщиками «мусорного» класса (*рис. 1*). Хотя по всему миру доля инвестиционных бумаг выше (порядка 73%), этот факт является не более чем статистической иллюзией, возникающей от того, что именно компании с уверенным финансовым положением чаще всего прибегают к услугам рейтинговых агентств. Поэтому не удивительно, что за последние годы 5-10% всех выпусков корпоративных бумаг по номиналу и от 3 до 8% выпусков по количеству классифицируется как инструменты неинвестиционного качества. Такие известные имена, как American Airlines, Delta Air Lines, Gap, Georgia Pacific, Levi Strauss, Lucent Technologies, Northwest Airlines, Steelwater Mining, Time Warner Telecom, U.S. Steel Corp., Xerox сейчас формально входят в число низкокачественных заемщиков.

²⁸ Материалы для книги предоставлены АКБ «Росбанк»

Европейский рынок junk bonds существенно уступает американскому как по возрасту, так и по масштабам и ликвидности. До 1997 г. подавляющая доля европейских junk bonds номинировалась в долларах и размещалась частным образом в США. Кроме того, даже сейчас в Европе в составе заемщиков на этом рынке более четко прослеживается доминирование телекоммуникационных компаний. Поэтому основной интерес для России представляет именно американский рынок junk bonds.



Источник: Standard&Poor's Global Fixed Income Research, 2003

Исторически рынок junk bonds формировался за счет компаний, кредитное качество которых ухудшалось уже после выпуска облигаций (так называемые «падшие ангелы», fallen angels). Только с 1977 г. на публичном рынке США стали появляться инструменты, рейтинг которых исходно был не-инвестиционным. Принято считать, что рождение современного рынка junk bonds было в основном связано с финансированием поглощений через leveraged buy-outs (LBOs), но это мнение корректно лишь отчасти – на самом деле рефинансирование прежних долгов играло более важную роль на начальном этапе развития рынка²⁹. В любом случае сейчас high yield bonds представляют собой сегмент традиционного долгового рынка, и поэтому анализ специфики функционирования этого сегмента может быть очень полезными и для российской практики.

Основные характеристики рынка

Конечно, определяющей чертой рынка junk bonds является **существенно более негативная структура кредитных рисков**. Доля эмитентов, объявивших дефолты, на этом рынке составляла 9.7% в США и 6.9% в Европе в 2001 г. и 7.2% в США и 13.5% в Европе по данным за 2002 г. Общемировые показатели частоты дефолтов за 2002 г. таковы: 0.5% по эмитентам инвестиционного качества и 9.2% по эмитентам «мусорного» качества. Описывать недостатки, связанные с высокой вероятностью

²⁹ «Эйфория», связанная с использованием junk bonds для недружественных корпоративных поглощений, началась только после 1985 г., когда Drexel Burnham Lambert закрыл свою первую сделку такого рода. Именно в Drexel работал легендарный Майкл Милкен, стоявший у истоков рынка junk bonds, и именно Drexel в середине 80-х гг. был безусловным лидером этого рынка и одним из ведущих андеррайтеров по всему корпоративному долгу. Drexel обанкротился в 1990 г., когда началась волна банкротств компаний не-инвестиционного качества (масштаб дефолтов составил более 21 млрд. долл. против 0.3 млрд. долл. в 1985 г.) и вскрылись незаконные аспекты деятельности по недружественным поглощениям.

дефолтов, нет необходимости. Однако есть смысл остановиться на преимуществах «высокодоходных» облигаций, чтобы лучше понять их место на долговом рынке.

Центральным преимуществом junk bonds является, конечно, *их высокая доходность*, позволяющая значительно увеличивать отдачу от портфеля в целом. Представление о том, насколько значительно можно повысить отдачу портфеля при включении в него «мусорных» облигаций, можно получить из соотношения спрэдов junk bonds и качественных облигаций (рис. 2). При этом необходимо иметь в виду, что такие значительные уровни доходностей могут с учетом связанного риска «продаваться» совсем не дорого по сравнению с другими сегментами финансового рынка. Так, по данным CSFB, на протяжении последних двадцати лет XX века средний показатель годового возврата на рынке junk bonds составлял 11.65% при средней волатильности рынка 8.98% (т.е. отдача на единицу риска составляла порядка 1.30), при том, что средний возврат на акции (по индексу S&P500) равнялся 16.42% при волатильности 17.65% (возврат на единицу риска – 0.93, что меньше, чем для junk bonds)³⁰.



Источник: Standard&Poor's Credit Indices

Одним из ключевых преимуществ *junk bonds* является то, что связанный с ними риск в большей степени, чем для облигаций с инвестиционными рейтингами, является специфическим для данного эмитента и не связан с общей рыночной ситуацией. Котировки облигаций высококлассных эмитентов определяются динамикой базовых активов (например, гособлигаций) и спреда по отношению к ним. Однако в отношении junk bonds спред по определению существенно (в разы) выше, и поэтому чувствительность котировок к рыночным тенденциям (отражаемым в ценах госбумаг) на порядок ниже. Отсюда вытекает и *возможность более эффективной диверсификации на рынке junk bonds* (конечно, в границах, определяемых ликвидностью и размером рынка). В принципе именно для junk bonds действительно качественный и глубокий анализ кредитоспособности эмитента и прогнозирование его результатов способны давать наиболее значительную отдачу.

Другой «сильной» стороной облигаций с низкими рейтингами является *многообразие комбинаций «риск-доходность»*. Статистика развитых рынков, и

³⁰ Для junk bonds проблема оценки совокупной отдачи осложняется тем, что к стандартным сложностям, связанным с построением индексов рынка, добавляется необходимость учитывать более частые дефолты. В практике не выработалось единого подхода к данной проблеме. Так, CSFB и JPMorganChase в своих индексах оставляют инструменты, находящиеся в дефолте, в то время как Bear Stearns, Lehman и Merrill Lynch исключают их, что является причиной расхождения в оценках общей отдачи.

прежде всего США, показывает, что за единым термином junk bonds скрывается множество более мелких подгрупп инструментов, для каждой из которых характерны свои особенности, и в первую очередь – существенные различия в вероятности дефолтов. Поэтому для очень многих инвесторов есть смысл говорить не о рынке в целом, а о его отдельных сегментах (например, облигации с рейтингом ВВ выглядят вполне «достойно» даже для довольно консервативных и осторожных инвесторов).

Таким образом, возможности, которые открывает инвесторам рынок высокодоходных облигаций, заслуживают самого пристального внимания. Особенно актуальным этот вопрос становится для современного российского рынка, когда отрицательные реальные процентные ставки по государственным бумагам и «первому эшелону» корпоративных облигаций заставляют все больше инвесторов обращать внимание на инструменты с повышенным риском. Однако *стабильное функционирование этого сегмента рынка в долгосрочной перспективе требует формирования специфических дополнительных механизмов защиты инвесторов, которые отличали бы его от облигаций высококлассных заемщиков. Эти механизмы выработаны и функционируют в развитых странах, однако в России они пока не получили практически никакого распространения.*

Структурные особенности выпусков junk bonds

Зачастую при обсуждении рынка junk bonds, его преимуществ и недостатков забывают о тех важнейших механизмах, наличие которых позволяет инвесторам делать более обоснованные прогнозы финансового состояния заемщика и принимать более грамотные инвестиционные решения. Именно эти механизмы, наличие которых следует признать ключевой особенностью современных junk bonds, позволяют контролировать масштабы риска, принимаемого на себя инвесторами, и создают основу для стабильного функционирования рынка. Наиболее простые из них – это обеспечение выпуска активами компании, его гарантирование или страхование. Однако есть и другие способы увеличения кредитной защиты, среди которых наиболее заметны следующие:

- **Запреты и ограничения (covenants).** Данная группа требований, выдвигаемых к компании-эмитенту и фиксируемых в документации выпуска, является наиболее важной и значительной. Запреты и ограничения обычно накладываются на целый ряд аспектов деятельности фирмы, такие как привлечение заемного финансирования в будущем (масштабы, стоимость, старшинство долга и т.д.), выплата дивидендов, предоставление займов самой компанией-эмитентом, продажа активов, ведение бизнеса с аффилированными компаниями, смена собственности, слияние или вхождение в состав холдингов, и даже участие в деятельности, не связанной с основной специализацией фирмы (она может быть просто напрямую запрещена по условиям выпуска). По каждому из этих пунктов компания-эмитент и андеррайтеры выпуска проводят переговоры и закрепляют в условиях выпуска такие требования, которые держатели облигаций сочли бы достаточными для обеспечения приемлемого уровня кредитной защиты. При этом будущие держатели облигаций обычно требуют выполнения этих условий не только эмитентом, но и контролируемыми им дочерними предприятиями, а сами требования описываются с очень высокой степенью детализации. Они могут устанавливаться как в абсолютных цифрах, так и в

допустимых диапазонах значений для основных финансовых коэффициентов. Практика пересмотра запретов и ограничений не является распространенной, а сам пересмотр (если он все же становится необходимым) связан для эмитента со значительными трудностями и штрафами. Запреты и ограничения хорошо знакомы отечественным компаниям, выпускавшим еврооблигации или привлекавшим структурированное финансирование, но пока они практически полностью отсутствуют в рублевых корпоративных бумагах.

- **Страховой фонд начальных платежей** (initial interest payments reserve) создается из части доходов от размещения выпуска, под управлением попечителя займа (trustee) размещается в госбумагах и используется для гарантии процентных платежей в течение первого года (реже – первых двух лет) обращения. Компания-эмитент не получает доступа к этим средствам, но платит разницу в купонных ставках, поэтому эмитенты не заинтересованы в такого рода оговорках.
- **Защита от отзыва** (call protection) часто включается в условия выпуска, обычно на первые 5 лет обращения, что позволяет инвесторам рассчитывать на получение достаточного вознаграждения за принимаемый риск. Необходимо помнить о том, что на развитых рынках опцион на досрочный отзыв облигаций (право эмитента, call option) настолько же распространен, как в России – оферта на досрочное погашение (право инвестора, put option). Поэтому отсутствие такого права во многих junk bonds – гарантия того, что и в случае улучшения финансового положения компании или снижения для нее стоимости привлеченных средств владельцы junk bonds не будут лишены высокого купонного дохода вследствие рефинансирования долга и его замены более дешевым. В модифицированном виде требование защиты от отзыва иногда включается и в долговые обязательства, выпускаемые на других рынках (например, по некоторым еврооблигациям, особенно выпущенным после реструктуризации долгов, эмитенты не имеют права их покупки).
- **Возможность частичного погашения при размещении акций** (equity offering clawback) позволяет компании выкупать ограниченную долю выпуска облигаций (обычно до 35%) на средства, полученные от любого размещения акций, для улучшения финансовой устойчивости и основных показателей компании. Вместе с тем реализация такой возможности требует уплаты дополнительной премии в пользу владельцев облигаций.
- **Право регистрации** (registration right) заключается в том, что инвесторы обязывают эмитента подготовить и зарегистрировать в SEC выпуск облигаций, идентичный размещенному среди них без регистрации (через частное размещение, private placement). Это позволяет инвесторам впоследствии обменять свои (незарегистрированные) облигации на новые бумаги, которые уже могут быть предложены для продажи широкому кругу инвесторов, что повышает их ликвидность. Как и в отношении предыдущего пункта, буквальная применимость этого опыта для России кажется невысокой, однако общий смысл этого требования ясен – оно включается для повышения ликвидности вторичного рынка.

**Значение для российской практики опыта организации рынка
высокорискованных корпоративных облигаций**

Это лишь некоторые наиболее распространенные *структурные особенности*, отличающие высокодоходные и высокорискованные инструменты от облигаций эмитентов «первого эшелона».

Без преувеличения можно утверждать, что *от того, получат ли их аналоги распространение в российской практике, коренным образом зависит будущее всего рынка корпоративных облигаций*. Задача постепенной выработки различных стандартов выпусков (требований к эмитенту) и соответствующей сегментации рынка стоит в одном ряду с общим совершенствованием кредитной культуры, гораздо большим распространением независимых рейтинговых оценок, значительным повышением прозрачности компаний и «рыночности» размещения и ценообразования по корпоративным облигациям.

Если со временем эти задачи будут в основном решены, то junk bonds займут подобающее место в общей системе долговых отношений, и их динамика (включая цены, доходности, купонные ставки, частоту и серьезность дефолтов) будут восприниматься участниками рынка как нормальное и в определенной степени прогнозируемое явление.

Если нет – тогда рынок будет периодически «лихорадить» от «неожиданных» дефолтов и цепных реакций на них, многие компании невысокого кредитного качества не смогут начать выстраивать свою публичную кредитную историю, и многие инвесторы останутся без привлекательных вариантов вложений. Но такой путь развития вряд ли можно считать желательным.