
Федеральное государственное образовательное учреждение высшего
профессионального образования

**«Финансовая академия при Правительстве Российской
Федерации»**

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

_____ Б.Б. Рубцов
«__» _____ 2010 года

Выпускная квалификационная работа

Дмитренко Яны Юрьевны

на тему:

**«Проблемы и перспективы развития рынка корпоративных рублевых
облигаций»**

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:

Кандидат экономических наук, доцент кафедры Жукова Т.В. _____

Москва – 2010

Содержание

Введение.....	3
1. Теоретические основы и история развития российского рынка корпоративных рублевых облигаций.....	6
1.1 Ключевые понятия и основные участники рынка корпоративных рублевых облигаций.....	6
1.2 История развития российского рынка корпоративных рублевых облигаций: специфика и тенденции.....	20
1.3 Действующее законодательство на российском рынке корпоративных облигаций, основные проблемы его применения.....	30
2. Текущее состояние и тенденции развития российского рынка корпоративных рублевых облигаций.....	38
2.1 Объем и структура рынка корпоративных рублевых облигаций в России.....	38
2.2 Тенденции развития рынка корпоративных облигаций в послекризисный период.....	49
2.3 Основные проблемы российского рынка корпоративных рублевых облигаций.....	59
3. Концепция развития российского рынка корпоративных облигаций.....	66
3.1 Перспективные направления развития российского рынка корпоративных облигаций.....	66
3.2 Перспективы применения бук-билдинга как формата размещения рублевых корпоративных облигаций.....	68
3.3 Перспективы использования кредитного рейтинга как инструмента повышения прозрачности и снижения стоимости заимствования для компаний на рынке рублевых облигаций.....	77
3.4 Возможности развития перспективных инструментов: биржевые облигации.....	84
Заключение.....	92
Список использованной литературы.....	96
Приложения.....	99
<i>Приложение А. Рейтинговые шкалы S&P, Moody's и Fitch</i>	99
.....	99
<i>Приложение Б. Динамика первичных и вторичных торгов корпоративными облигациями на ММВБ</i>	100
<i>Приложение В. Динамика первичных и вторичных торгов корпоративными облигациями на ММВБ в 2008-2009 гг., ежемесячно</i>	101
<i>Приложение Г. Выпуски корпоративных облигаций, размещенные в январе-апреле 2010 г.</i>	102
<i>Приложение Д. Динамика размещений в формате бук-билдинг, 2008-2009 гг.</i>	103
.....	103

Введение

Российский рынок корпоративных облигаций – очень молодой и быстрорастущий сегмент финансовой системы нашей страны. Его история началась в 2001-2002 гг., когда произошли первые рыночные размещения облигаций российских компаний. С этого момента и до сегодняшнего дня рынок корпоративных долговых бумаг нашей страны претерпел существенные изменения: многие компании стали использовать его как стабильный источник заимствований, диверсифицировалась отраслевая структура заемщиков, значительно выросли объемы размещений, расширился круг инвесторов. Так, по данным Cbonds, с 2002 по 2009 гг. объем первичных размещений корпоративных рублевых облигаций вырос с 56 млрд. руб. до 962 млрд. руб., т.е. почти в 20 раз.

Безусловно, кризис 2008 г. оказал существенное влияние на ход развития рынка корпоративных облигаций в нашей стране. В конце 2008 г. – начале 2009 г. существенно выросли доходности, участились дефолты, практически прекратились первичные размещения и резко упали объемы вторичных торгов долговыми бумагами. Вместе с тем после кризиса этот рынок продемонстрировал устойчивость. Сегодня российский рынок долговых бумаг является важным источником фондирования для компаний и привлекает все больше инвесторов, тем самым стимулируя дальнейший экономический рост в нашей стране. Между тем, безусловно, этому рынку присущ целый ряд проблем и есть большой потенциал для его совершенствования.

Основной целью данной работы является анализ истории, текущего состояния, перспектив и проблем российского рынка корпоративных облигаций, а также разработка рекомендаций по их устранению. Актуальность данного исследования подтверждается высокими темпами роста и развития рынка рублевых корпоративных облигаций и усилением его значимости для финансовой системы нашей страны.

Для достижения поставленной цели в работе будут решаться следующие задачи:

- проанализировать структуру рынка корпоративных рублевых облигаций и систематизировать состав и взаимоотношения его основных участников;
- систематизировать основные этапы развития рынка;
- проанализировать текущее состояние рынка, основные тенденции и их основания;
- выявить ключевые проблемы рынка;
- выработать рекомендации по решению этих проблем.

Объектом исследования в рамках данной работы выступает рынок корпоративных рублевых облигаций, т.е. система экономических взаимоотношений между компаниями-заемщиками, инвесторами и промежуточными участниками. Предметом исследования являются ключевые тенденции и проблемы российского рынка корпоративных облигаций.

С точки зрения разработанности данной темы стоит отметить, что определенное внимание рынку корпоративных облигаций и его проблемам уделено в трудах Ф. Фабоцци, А. Дамодарана, Р. Брейли и С. Майерса, У. Шарпа. Однако в данных монографиях рассмотрены главным образом фундаментальные аспекты функционирования рынка облигаций, без учета российской специфики и текущих тенденций. Более практический анализ данной темы можно найти в аналитических обзорах российских инвестиционных банков, а также в периодике («Cbonds Review», «Рынок ценных бумаг»). Вместе с тем в этих источниках рассматриваются, как правило, лишь отдельные аспекты и проблемы рынка, тогда как целостная систематизированная картина отсутствует.

Что касается структуры работы, то в первой главе я введу ключевые понятия, связанные с корпоративными облигациями, а также опишу основных участников рынка и их взаимоотношения. В частности, я прослежу

ход развития рынка с начала 1990-х гг. до настоящего момента, разделив этот период на несколько этапов, каждому из которых присуща своя специфика. Далее я рассмотрю действующую систему законодательства на рынке корпоративных рублевых облигаций и выделю основные проблемы, связанные с его применением.

Во второй части работы я проведу анализ текущего состояния рынка корпоративных облигаций с точки зрения объемов первичных размещений и облигаций в обращении. Целью этого анализа является оценка динамики первичных размещений, структуры облигаций в обращении с точки зрения отраслей и объемов выпусков, определение значимости рублевых облигаций как источника финансирования для российских компаний в сравнении с еврооблигациями, а также прогноз объема размещений в 2010 г. В данной части работы я выявлю ключевые тенденции на рынке рублевых корпоративных облигаций и факторы, их определяющие. Кроме того, на базе «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года», разработанной ФСФР, я оценю основные проблемы, актуальные сегодня для рынка корпоративных рублевых облигаций, а также дополню приведенные в этом документе проблемы своими предложениями. В третьей главе я рассмотрю основные пути решения выявленных мной проблем.

При написании данной работы я пользовалась совокупностью источников информации, включающей, в том числе, законодательные акты, фундаментальные монографии, аналитические обзоры, информационные агентства (Bloomberg, Cbonds), а также сайты регуляторов финансового рынка.

1. Теоретические основы и история развития российского рынка корпоративных рублевых облигаций

1.1 Ключевые понятия и основные участники рынка корпоративных рублевых облигаций

Прежде, чем приступить к рассмотрению и анализу рынка корпоративных рублевых облигаций, следует установить, что же такое облигации и какими основными характеристиками они обладают.

В современной экономической литературе существует огромное количество определений этого финансового инструмента. В частности, по мнению У.Ф. Шарпа, облигация – это «обязательства о выплате в установленные сроки суммы долга и процентов»¹. Ф.Дж. Фабоцци определяет облигацию как «долговой инструмент, обязывающий эмитента (называемого также должником или заемщиком) в течение установленного промежутка времени выплатить кредитору/инвестору взятую взаймы сумму плюс процент»². При этом в западной литературе под облигациями часто понимают именно долгосрочные ценные бумаги. Так, в известном труде «Принципы корпоративных финансов» Р. Брейли, С. Майерса упоминается, что облигация – «просто-напросто долгосрочное долговое обязательство»³.

Определенное влияние на дефиниции облигации оказало господство в разных странах и регионах англо-американской или романо-германской системы права. Так, англо-американская система менее формальна и допускает больше разновидностей выпуска инструментов по своей сути, соответствующих облигации. Романо-германское право ставит больше ограничений и предусматривает более строгие определения.

Другим примером может служить следующее определение: «облигации – это долгосрочные долговые ценные бумаги, подтверждающие обязательство эмитента выплачивать фиксированный процент в течение определенного периода и возратить основную сумму при наступлении срока

¹ Шарп, «Инвестиции», с. 402

² Ф.Дж. Фабоцци «Рынок облигаций: анализ и стратегии», с. 13

³ Р. Брейли, С. Майерс «Принципы корпоративных финансов», с. 44

погашения»⁴. Стоит отметить, что, помимо указания на долгосрочность, это определение содержит ряд других неточностей. Во-первых, процентная ставка по долговым бумагам далеко не всегда зафиксирована и может быть привязана к какой-либо переменной (рыночному индексу, инфляции и т.д.). Во-вторых, возврат основной суммы долга может осуществляться не только при наступлении срока погашения, но и частями в течение срока обращения облигации.

В российских источниках, как правило, подчеркивается срочный характер этого долгового инструмента, однако подразумевается, что он может иметь как долгосрочную, так и средне- и краткосрочную природу. Например, Буренин определяет облигацию как «срочную долговую ценную бумагу, удостоверяющую отношения займа между ее владельцем и эмитентом»⁵.

В российском законодательстве облигация - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права⁶. На мой взгляд, данное определение наиболее широко определяет облигацию и вместе с тем не упускает ни одного из ключевых параметров этого инструмента – упомянуто как то, что облигация подразумевает возврат номинальной стоимости, так и то, что она может предусматривать получение дохода. При этом в определении заложена максимальная гибкость в определении срока облигации, механизме выплаты основного долга, презюмируется, что доходом может выступать как фиксированный процент от номинала, так и другие имущественные права.

⁴ Гитман Л., Джонк, М. Основы инвестирования. Пер. с англ. – М.: Дело, 1997. (всего 1008 с.), с. 420

⁵ Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. – М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. – с. 79

⁶ Федеральный закон от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»

Таким образом, на основе сравнительного анализа определений можно выявить следующие особенности облигаций как финансовых инструментов:

- Облигация – это обязательство;
- Облигация удостоверяет отношения займа;
- Облигация предусматривает выплату основного долга и может предусматривать выплату дохода;
- Облигация имеет срочную природу.

Характеристика облигаций как финансовых инструментов может быть существенно расширена за счет анализа распространенных конструкций выпусков облигаций и параметров их структурирования⁷.

Облигации обладают рядом параметров, на основании которых можно определить их привлекательность как с точки зрения эмитента, так и с точки зрения инвестора.

В первую очередь это **номинал** (номинальная стоимость) – сумма, которую эмитент обязуется выплатить инвестору (держателю облигации) в день погашения. Иногда также называется основным долгом или лицевой стоимостью. В общем случае номинал может быть любым, прописанным в эмиссионных документах, однако в России облигации, как правило, имеют номинальную стоимость 1 000 руб., поскольку обращаются главным образом на биржевом рынке, основная черта которого – стремление к стандартизации. При этом в российском праве облигации в рамках одного выпуска должны иметь одинаковую номинальную стоимость. Выплата номинальной стоимости облигационного займа может производиться двумя способами: либо полностью в дату погашения, либо по частям в течение всего срока обращения облигаций. Вторая схема выплаты основного долга называется амортизационной. В случае применения механизма амортизации выплаты производятся в соответствии с заранее определенным графиком погашения основного долга.

⁷ С моей точки зрения, структурирование и конструирование – синонимы, означающие определение основных параметров выпуска. Таким образом, структура и конструкция также являются синонимами, определяемыми как совокупность параметров выпуска.

В российской и международной практике условия выпуска облигаций зачастую предусматривают встроенные опционы, т.е. дополнительные возможности для эмитента или инвестора. Так, **колл-опцион** позволяет эмитенту полностью или частично погасить выпуск облигаций до даты погашения. Таким образом, у эмитента появляется возможность заменить существующий выпуск новым, более дешевым, в случае если процентные ставки на рынке снижаются или если кредитное качество эмитента значительно улучшается. Иными словами, заемщик получает право самостоятельно регулировать эффективный срок обращения облигаций в соответствии с рынком и со своими потребностями. Безусловно, такое право в определенной степени дискриминирует инвестора, и поэтому стоимость займа, для которого предусмотрен колл-опцион, в среднем выше, чем при его отсутствии. На российском рынке для такого опциона также используется термин «досрочное погашение» или «досрочный выкуп». Пример такого займа – выпуск ОАО «Лебедянский» серии 02, который был размещен в 2007 г.

Другой разновидностью встроенного опциона является **пут-опцион**, или оферта. Включение такой опции в эмиссионные документы выпуска позволяет держателю облигаций менять длительность облигаций. Встроенный пут-опцион гарантирует инвестору право предъявить облигации к погашению в определенную дату. Это может быть выгодно в случае, если процентные ставки растут и, соответственно, цена облигации падает. Предъявив облигации к погашению, инвестор получит доход на сумму разницы между текущей ценой облигации и ценой погашения при оферте (как правило, равной номиналу).

Доходом по облигации является **купон** или **дисконт**. Сумма купона рассчитывается как произведение купонной ставки на номинал облигации. При этом купонная ставка определяется в ходе первичного размещения долговых бумаг и является процентной ставкой, которую эмитент обязуется регулярно выплачивать держателям облигаций. На рублевом рынке купон за

исключением отдельных случаев выплачивается на полугодовой основе, однако ставка купона устанавливается в годовом выражении. Ставка купона может быть фиксированной или плавающей. В первом случае купонная ставка остается неизменной в течение всего периода обращения бумаги. Во втором случае она определяется как сумма некоей базовой (референсной) ставки и установленного спреда (маржи). Таким образом, с изменением базовой ставки меняется и ставка купона. Традиционно в качестве референсной ставки используют LIBOR, в России часто выбирают ставку рефинансирования или РЕПО ЦБ РФ (пример – облигации Атомэнергопром, 1). Облигации также могут быть бескупонными. В этом случае ставка купона не устанавливается. В ходе первичного размещения облигации продаются инвесторам по цене ниже номинала, а погашение производится по номиналу. Таким образом, доходом держателя такой облигации является разница между ценой погашения (т.е. номиналом) и ценой приобретения. В России корпоративные облигации, как правило, имеют купонный доход, а дисконтную природу имеют некоторые бумаги государственных займов.

Важной характеристикой облигации является ее **цена** – приведенная стоимость денежных потоков по этому финансовому инструменту. Таким образом, чтобы рассчитать цену облигации, необходимо знать величину денежных потоков (сумму купонов и номинала), а также процентную ставку – требуемую величину доходности (доходности альтернативных инвестиций). Формула расчета цены облигации выглядит так:

$$P = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^n}, \text{ где}$$

P – цена;

n – число периодов до погашения (число лет, если купон выплачивается раз в год, и число лет, умноженное на 2, если купон выплачивают дважды в год);

C_i – сумма купона;

M – номинал;

r – требуемая ставка доходности, соответствующая периоду (годовая или полугодовая).

Соответственно, в случае, если для выпуска облигаций предусмотрена амортизационная структура погашения, при расчете цены номинал распределяется по периодам соответственно графику амортизации. Кроме того, при наличии в структуре выпуска встроенного опциона, целесообразно вычислять цену на основе количества периодов, оставшихся до даты исполнения такого опциона.

Следующим параметром облигаций, который необходимо рассмотреть, является **доходность**. Существуют две основные меры доходности долговой бумаги – текущая доходность и доходность к погашению. Текущая доходность представляет собой отношение годового купона к рыночной цене и, по сути своей, является чрезмерно упрощенным показателем, поскольку берет в расчет только купонный доход в конкретный момент времени, не принимая во внимание иные источники прибыли по облигации, а также временную стоимость денег. Этот показатель доходности, по сути, не слишком репрезентативен и потому практически не применяется участниками рынка. Поскольку цель данной работы – проанализировать основные тенденции, проблемы и перспективы рынка рублевых корпоративных облигаций, в ней показатель текущей доходности использоваться не будет. Основным ориентиром, используемым на рынке, является доходность к погашению, т.е. ставка доходности, при которой приведенная стоимость денежных потоков по облигации эквивалентна ее цене. В приведенной выше формуле расчета цены облигации доходность к погашению представлена параметром r и, соответственно, легко вычисляется на базе этого уравнения. При этом важно помнить, что если купон по облигации выплачивается на полугодовой основе, то полученную из уравнения цены ставку доходности необходимо привести к годовой. Кроме того, в случае, если условиями выпуска предусмотрен встроенный колл- или

пут-опцион, расчет и анализ доходности к погашению теряет смысл и необходимо вычислять доходность к дате оферты или досрочного погашения.

Наиболее широко используемым количественным показателем, характеризующим уровень риска долговой бумаги, является **дюрация** – средневзвешенный срок до погашения облигаций. Расчет дюрации по формуле Маколея производится следующим образом:

$$D_{\text{Маколея}} = \frac{\frac{1 \cdot C_1}{(1+r)} + \frac{2 \cdot C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{n \cdot C_n}{(1+r)^n} + \frac{n \cdot M}{(1+r)^n}}{P}$$

Таким образом, взвешивание производится по приведенной стоимости денежного потока. В целом, дюрация призвана отражать, насколько изменится цена при данном изменении доходности. Наиболее точно это демонстрирует показатель модифицированной дюрации, который вычисляется по следующей формуле:

$$D_{\text{Модифицированная}} = \frac{D_{\text{Маколея}}}{1+r}$$

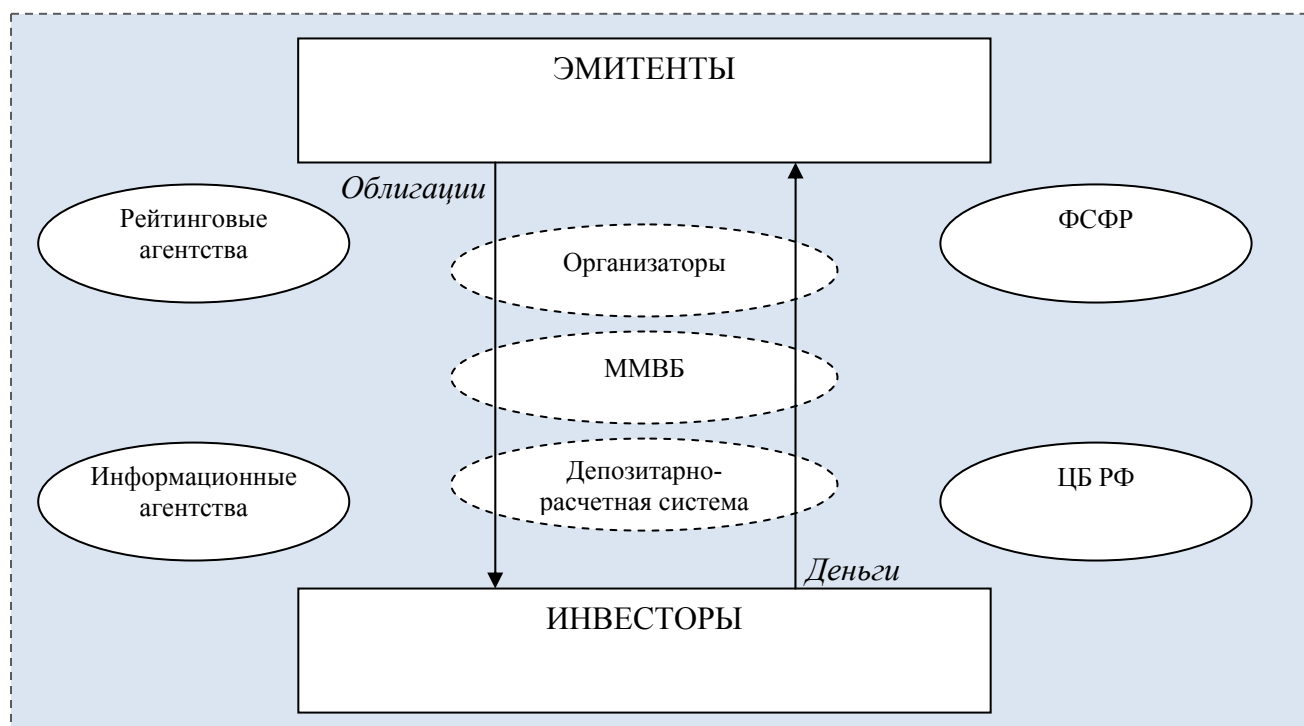
Таким образом, дюрация, по сути, - показатель эластичности цены облигации по ее доходности.

Анализ распространенных структур выпусков облигаций и параметров их конструирования позволяет выделить следующие существенные характеристики облигаций как финансовых инструментов:

- Номинал облигации фиксирован и стандартизирован, на его базе рассчитывается доход – купон;
- Погашение облигации может регулироваться пут- или колл-опционом, а также гибкой амортизацией;
- Цена облигации – сумма приведенных денежных потоков по ней;
- Основные параметры облигации, оцениваемые рынком – доходность к погашению и дюрация.

Определив ключевые параметры облигаций, целесообразно перейти к рассмотрению основных участников российского рынка корпоративных

облигаций. На мой взгляд, этот рынок удобно представить в виде следующей схемы.



Источник: представления автора

Рисунок 1. Основные участники рынка рублевых корпоративных облигаций

В сущности, ключевыми звеньями этой структуры являются эмитенты и инвесторы, тогда как прочие участники являются элементами инфраструктуры, обеспечивающей возможность наиболее эффективной реализации отношений между компаниями и держателями их облигаций.

Теоретически российские компании могут выйти на публичный рынок долгового капитала самостоятельно, тем не менее, они, как правило, прибегают к услугам сторонних консультантов – организаторов. Это связано с тем, что процесс структурирования, подготовки и размещения облигаций требует довольно больших временных и трудовых затрат, а также достаточно специфических знаний и контактов. Всем этим располагают профессиональные организаторы облигационных займов – инвестиционные банки или специальные подразделения коммерческих банков. На российском рынке корпоративных облигаций уже долгие годы первые места в рейтингах организаторов корпоративных облигационных займов делят между собой

такие банки, как ВТБ, Газпромбанк и Тройка Диалог. Стоит отметить, что несмотря на большое количество организаторов на рынке рублевых корпоративных облигаций (в рейтинге Cbonds их более ста), этот сектор отличается высокой степенью концентрации – по итогам 2009 г. на 10 крупнейших игроков пришлось около 69% совокупного объема размещений (без учета собственных выпусков).

Таблица 1. Рейтинг организаторов размещений рублевых корпоративных облигаций (без учета собственных выпусков), 2009 г.

#	Банк	Объем выпусков,	
		млн. руб.	# выпусков
1	ВТБ	276 863	39
2	Газпромбанк	107 717	30
3	Сбербанк	94 667	21
4	Тройка Диалог	86 421	26
5	ТрансКредитБанк	55 350	26
6	Райффайзенбанк	45 183	19
7	РОНИН	45 166	5
8	Ренессанс Капитал	34 250	7
9	Ситибанк	25 167	12
10	ФК Уралсиб	18 500	7
Итого		789 284	192

Источник: Cbonds

В чем же состоят функции организатора? В целом, он сопровождает эмитента на всех этапах размещения. В первую очередь организатор консультирует компанию по вопросам структуры займа (объема выпуска/траншей, срока), времени выхода на рынок, а также дает примерный ориентир того, какова может быть стоимость заимствования для данного эмитента в текущей рыночной конъюнктуре. Кроме того, на организатора ложится подготовка эмиссионной документации (проспекта, решений о выпуске и размещении, отчета об итогах размещения и т.д.) и взаимодействие с регуляторами (ФСФР, ЦБ РФ) и биржей. Организатор также готовит маркетинговые материалы, призванные донести до инвесторов ключевую информацию об эмитенте. В российской практике основным документом такого рода является информационный меморандум. Формат и наполнение меморандума каждый банк выбирает по своему усмотрению и согласно пожеланиям клиента. Тем не менее, он, как правило, содержит

информацию о финансовом состоянии, основных направлениях деятельности, ключевых операционных показателях и планах компании. В рамках маркетинга организатор помимо написания и распространения меморандума может также провести презентацию для инвесторов, например, в формате делового завтрака.

Банк-организатор может выступить андеррайтером при размещении. При этом на рынке, как правило, используются две опции – технический андеррайтинг и андеррайтинг с обязательством. В первом случае банк лишь выступает посредником между эмитентом и инвесторами в ходе размещения. Во втором – по соглашению с эмитентом принимает обязательство выкупить на свою позицию выпуск облигаций полностью или частично, после чего разместить его среди инвесторов. При таком сценарии андеррайтер фактически гарантирует эмитенту размещение (или его часть) по оговоренной ставке. В условиях нестабильного рынка это может быть выгодно для компании, однако несет определенные риски для андеррайтера. Чтобы компенсировать эти риски, за андеррайтинг с обязательством, как правило, устанавливается более высокая комиссия. Вместе с тем, в этой сфере возможны случаи недобросовестной практики: банки-организаторы могут ввести эмитента в заблуждение относительно справедливой ставки доходности его облигаций в момент размещения, выкупить на себя облигации по более высокой ставке купона, чем купил бы рынок, и в дальнейшем продать эти облигации инвесторам по более высокой цене (т.е. с более низкой доходностью). В таком случае эмитент де факто платит организатору скрытую дополнительную комиссию.

После размещения организатор также может взять на себя функции маркет-мейкера и поддерживать ликвидность выпуска путем выставления твердых двусторонних котировок.

Значительную часть инфраструктуры рынка рублевых облигаций обеспечивает Группа ММВБ. В Группу входят ЗАО ММВБ, ЗАО «Фондовая биржа ММВБ», ЗАО «Национальная товарная биржа», ЗАО «Расчетная

палата ММВБ», НП «Национальный депозитарный центр», ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр», региональные биржевые и расчетные центры, а также другие организации. Они обслуживают более чем 1700 участников биржевого рынка — ведущие российские банки и брокерские компании в Москве и других крупных финансово-промышленных центрах России. ЗАО «ФБ ММВБ» является единственной площадкой в России, на которой осуществляется первичное размещение и вторичное обращение облигаций. В целом на ФБ ММВБ проходят торги по облигациям свыше 510 российских эмитентов, включая корпоративные (450 компаний), субфедеральные (35) и муниципальные (25). В 2009 г. на ФБ ММВБ размещены корпоративные облигации на общую сумму 908 млрд. руб., объем вторичных торгов составил 2 483 млрд. руб.⁸ Динамика котировок облигаций отражается Индексом корпоративных облигаций ММВБ (RCBI), рассчитываемым с 2003 года (с 2008 г. переименован в MICEX CBI).

В силу того, что российский рынок облигаций имеет биржевую природу, его существование невозможно в отсутствие развитой инфраструктуры — электронных технологий, специализированных институтов и квалифицированных профессиональных участников. В связи с этим постоянное совершенствование существующей инфраструктуры имеет особое значение для будущего российского рынка облигаций.

Ключевыми источниками информации на рынке рублевых облигаций являются рейтинговые и информационные агентства. Основным продуктом рейтинговых агентств является кредитный рейтинг — независимое мнение о кредитном риске, способности и готовности эмитента своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства. Кроме того, кредитные рейтинги могут отражать кредитное качество того или иного долгового обязательства а также относительную вероятность дефолта по таким обязательствам. Наиболее известными и признанными являются 3 крупнейшие международные рейтинговые агентства — Standard & Poors,

⁸ Официальный сайт ММВБ <http://www.micex.ru/>

Moody's Investor Services и Fitch. Помимо международных рейтинговых агентств существуют региональные и отраслевые агентства, которые, как правило, специализируются на конкретном географическом регионе или отрасли. Крупнейшим российским рейтинговым агентством является «Эксперт РА». Каждое агентство применяет собственную методологию оценки кредитоспособности и выражает результат этого измерения с помощью особой рейтинговой шкалы. Обычно используется буквенная шкала, которая позволяет показать рейтинги, отражающие мнение агентства об относительном уровне кредитного риска в диапазоне, например, от «AAA» до «D» (рейтинговые шкалы S&P, Moody's и Fitch приведены в Приложении А). Таким образом, рейтинги представляют собой весьма формализованную, прозрачную и понятную оценку кредитного качества, на которую легко ориентироваться при принятии инвестиционного решения. Поэтому наличие кредитного рейтинга существенно упрощает процесс размещения облигаций. Кроме того, считается, что присвоение рейтинга на приемлемом уровне позволяет снизить стоимость заимствования. Помимо непосредственно самого рейтинга, агентства публикуют рейтинговые отчеты, в которых дают обоснование того или иного рейтинга и краткое описание компании.

Наиболее востребованными информационными агентствами на рынке рублевых корпоративных облигаций являются Cbonds, Bloomberg и Reuters. Эти агентства консолидируют новости, статистику и информацию о торгах на рынке долговых инструментов. Данные этих агентств используются всеми участниками рынка для принятия тех или иных решений.

Регулированием этого рынка занимается Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР). В целом, ФСФР является федеральным органом исполнительной власти по принятию нормативных правовых актов, контролю и надзору на финансовых рынках, в сфере формирования и инвестирования средств пенсионных накоплений и деятельности бирж. Основными направлениями деятельности ФСФР являются:

- Регулирование выпуска и обращения эмиссионных ценных бумаг, в том числе осуществление государственной регистрации выпусков ценных бумаг и отчетов об итогах выпуска ценных бумаг, а также регистрации проспектов ценных бумаг;
- Контроль и надзор в отношении эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и их саморегулируемых организаций;
- Обобщение практики применения законодательства и внесение в Правительство Российской Федерации предложений о его совершенствовании и разработка проектов законодательных и иных нормативных правовых актов;
- Обеспечение раскрытия информации на рынке ценных бумаг в соответствии с законодательством Российской Федерации;
- Организация исследований по вопросам развития финансовых рынков⁹.

Помимо ФСФР, значимым регулятором на рынке рублевых корпоративных облигаций является Центральный банк РФ. Во-первых, к его функциям относится регистрация выпусков облигаций, эмитентами которых выступают банки. Поскольку на сегодняшний день существенная доля облигаций в обращении приходится на банковские долговые бумаги (33% по состоянию на 27.03.2010 г.¹⁰), роль ЦБ РФ на российском рынке весьма велика. Во-вторых, ЦБ РФ устанавливает ставки (рефинансирования и РЕПО), которые служат бенчмарком на рублевом рынке облигаций и влияют на уровень доходности на этом рынке, а значит, на то, по какой ставке в каждый конкретный момент компании могут разместить облигации. В-третьих, ЦБ РФ ведет Ломбардный список, куда включены облигации, которые могут быть использованы в качестве обеспечения при ломбардном кредитовании. В настоящий момент в этот список входят облигации более 100 корпоративных эмитентов – резидентов РФ. Естественно, включение долговых бумаг в

⁹ Официальный сайт ФСФР <http://www.fcsm.ru>

¹⁰ Cbonds

Ломбардный список ЦБ РФ положительно влияет на их привлекательность для инвесторов, повышает ликвидность выпуска и снижает его доходность, а значит, и стоимость заимствования для эмитента.

Современный рынок рублевых корпоративных облигаций – сложная система, выполняющая такие макроэкономические функции, как перераспределение финансовых ресурсов, поддержание экономического роста, содействие формированию эффективной и рациональной экономики. Специфика и механизм функционирования этого рынка определяются особенностями облигаций как финансовых инструментов, а баланс этой системы поддерживается в результате согласованного взаимодействия большого количества участников.

1.2 История развития российского рынка корпоративных рублевых облигаций: специфика и тенденции

После рассмотрения ключевых понятий и основных участников современного рынка корпоративных рублевых облигаций, целесообразно ответить на вопрос о том, с чего же все начиналось и какие основные этапы прошел рынок корпоративных облигаций в России прежде чем он стал таким, каким мы знаем его сегодня, поскольку понимание истории рынка необходимо для оценки его текущего состояния и оценки возможных перспектив.

На мой взгляд, историю развития российского рынка корпоративных облигаций можно разделить на 5 основных этапов.

Этап 1: 1992 – сентябрь 1998 гг. Единичные размещения среди узкого круга инвесторов.

В этот период на рынке появились первые облигационные займы корпоративных эмитентов в условиях рыночной экономики. Вместе с тем, рынок корпоративных облигационных займов был наиболее слабо развитым сегментом российского фондового рынка. Для этого этапа было характерно размещение небольших выпусков, которые торговались исключительно во внебиржевом обороте. Нестабильная экономическая ситуация, значительный уровень инфляции, крайне высокие ставки доходности на рынке государственных ценных бумаг создавали условия, в которых выход на публичный рынок долгового капитала был просто нецелесообразным для компаний. В это время впервые начал применяться механизм аукциона при первичном размещении, однако размещения проходили среди ограниченного круга инвесторов и были, по сути, нерыночными. Объемы вторичных торгов оставались незначительными.

Среди размещенных на этом этапе облигационных займов стоит выделить выпуск РАО «Высокоскоростные магистрали» в 1996 г., первых корпоративных облигаций, гарантированных государством. Министерство

финансов взяло на себя обязательство по своевременному погашению облигаций и выплате по ним купонных доходов — на эти цели в российском бюджете была предусмотрена специальная статья расходов. Облигации выпускались для финансирования строительства первой высокоскоростной железной дороги между Москвой и Санкт-Петербургом. Компания выпустила 6 выпусков облигаций совокупным объемом 1,8 млрд. руб.¹¹ Ставка купона была привязана к доходности ГКО. Облигации РАО «Высокоскоростные магистрали» стали первыми корпоративными долговыми бумагами, торговля которыми велась на ММВБ, где ранее торговались только валюта и государственные облигации. Тем не менее, этот интересный опыт стал не слишком успешным — после кризиса 1998 г. компания не исполнила обязательства по погашению и выплате купонного дохода по своим облигациям.

Кроме того, определенный интерес представляют выпуски облигаций АО «Юганскнефтегаз» и АО «Самаранефтегаз», которые использовались для погашения долгов перед бюджетом. В этот же период НК «ЛУКОЙЛ» разместила один из первых на рынке выпусков конвертируемых еврооблигаций. Однако в связи с кризисом 1998 г. они так и не были конвертированы.

На первом этапе развития сформировался рынок «товарных» облигаций, которые предполагали погашение не в денежной форме, а в форме предоставления владельцу облигаций некоего товарного эквивалента.

Этап 2: октябрь 1998 – 2000 гг. Посткризисная активизация.

В первые годы после окончания финансового кризиса 1998 г. существенный рост активности наблюдался как на первичном, так на вторичном рынке корпоративных рублевых облигаций. Характерной чертой этого периода стало формирование биржевого рынка, сконцентрированного в основном на ММВБ. Так, если в 1998 г. на аукционах ММВБ было

¹¹ Абрамов А.Е. Рынок корпоративных облигаций: эволюция спроса и предложения в сфере правового регулирования

размещено корпоративных облигаций всего на 0,12 млрд. руб., то уже в 1999 г. объем размещений превысил 11 млрд. руб., а в 2000 г. достиг практически 30 млрд. руб.¹² При этом интересно оценить структуру этих размещений с точки зрения сроков обращения и объемов выпусков. В 1999 г. большая часть размещений (67,58% от общего объема) приходилась на выпуски сроком более 3 лет, около трети (32,29%) – на выпуски сроком 1-3 года и менее 1% – на выпуски со сроком до погашения менее 1 года. В целом, учитывая финансово-экономическую обстановку в России в 1999 г., такая структура представляется странным и даже некорректным отражением отношения участников рынка к риску. Логичным было бы, если бы на рынке преобладали краткосрочные и среднесрочные выпуски. Объяснением этому парадоксу служит то, что все размещенные в этом году долгосрочные выпуски пришлось на долю ОАО «Газпром», ОАО «ЛУКОЙЛ» и ОАО «Тюменская Нефтяная Компания». Эти компании вышли на рынок в 1999 г. с большими объемами облигационных займов, размещенными под средства нерезидентов на счетах типа С. Выпуски были номинированы в долларах и, таким образом, были свободны от валютных рисков. Кроме того, облигации ОАО «Тюменская Нефтяная Компания» были обеспечены поставками нефти. Более того, этот выпуск стал первым в истории российского рынка, для которого был предусмотрен встроенный пут-опцион. Таким образом, риски длинной дюрации были скомпенсированы другими факторами.

В 2000 г. на среднесрочные выпуски (на 1-3 года) приходилось около 60% суммарного объема размещений, примерно 30% - на выпуски длиннее 3 лет. Что касается структуры первичного рынка с точки зрения объемов выпусков, то по приведенным выше причинам в 1999 г. более 99% объема размещений было представлено выпусками на сумму более 1 млрд. руб. При этом в 2000 г. средний объем выпуска несколько уменьшился – 25%

¹² micex.ru

совокупной суммы размещений было представлено выпусками объемом от 300 млн. руб. до 1 млрд. руб. и чуть более 70% - объемом более 1 млрд. руб.¹³.

На втором этапе начал активно развиваться вторичный рынок корпоративных облигаций. Ощутимо возросли объемы торгов корпоративными облигациями. Так, если в 1998 г. на ММВБ оборот вторичных торгов составлял лишь 1,29 млрд. руб., то в 2000 г. этот показатель достиг 5,57 млрд. руб.¹⁴, т.е. за 2 года прирост составил более 300%. Любопытно, что на этом этапе объем первичных размещений превышал объем вторичных торгов. Ситуация изменилась лишь с 2001 г.

Этап 3: 2001 – август 2008 гг. Бурный рост.

2001 г. по праву считают годом появления настоящего рынка корпоративных рублевых облигаций. Именно в этом году состоялось первое рыночное размещение корпоративных долговых бумаг – облигаций ОАО «Славнефть». Объем выпуска составил 1 млрд. руб., срок обращения – 1 год, доход – в форме дисконта. Организатором выступила Тройка Диалог. В пресс-релизе по итогам размещения отмечается, что «впервые в истории российского рынка корпоративных облигаций заем был размещен полностью среди российских институциональных инвесторов, без выкупа части займа андеррайтером. Заем был выкуплен 40 инвесторами, что обеспечит облигациям ликвидность на вторичном рынке»¹⁵.

В целом, этот период – время бурной экспансии российского рынка корпоративных облигаций. Восстановление экономики после кризиса 1998 г., рост доверия к финансовым инструментам, развитие инфраструктуры рынка ценных бумаг и правового поля способствовали тому, что на публичный рынок долгового капитала начали выходить самые разные заемщики – компании разных эшелонов и отраслей. При этом дефолты были нечастым явлением – темпы экономического роста какое-то время успешно соответствовали увеличению финансового рычага в экономике.

¹³ Воробьева З.А. Рынок корпоративных облигаций в России: структура, динамика развития и перспективы. Mirkin.ru

¹⁴ micex.ru

¹⁵ <http://www.slavneft.ru/press/info.php?id=250&year=2001>

Обратимся к количественным характеристикам рынка корпоративных рублевых облигаций на этом этапе развития.



Источник: *micex.ru*

Рисунок 2. Динамика объема первичных размещений и вторичных торгов корпоративных облигаций на ММВБ, 2001-2007 гг.

За период с 2001 по 2007 гг. в совокупности на публичном первичном рынке долгового капитала объем размещений составил около 1,5 трлн. руб. (см. Рисунок 2 и Приложение Б). При этом среднегодовой темп прироста (CAGR) составил 95%. Стоит отметить, что в 2007 г. объем первичных размещений несколько сократился (на 1,8% год-к-году). Причиной такой динамики послужило влияние на российскую экономику ипотечного кризиса, начавшегося в 2007 г.

Объем вторичных торгов увеличился с 33 млрд. руб. в 2001 г. до 2 730 млрд. руб. в 2007 г. с CAGR на уровне 63%. До 2001 г. вторичный рынок корпоративных облигаций практически отсутствовал, и объемы вторичных торгов, как уже было отмечено ранее, начали превышать объемы первичных размещений только с 2001 г. Тем не менее, до 2005-2006 гг. торги были не слишком активными, что частично объяснялось невысокой долей портфельных инвесторов на российском рынке ценных бумаг. Большинство

покупателей корпоративных облигаций приобретали их не с целью краткосрочных спекуляций, а с целью получения купонного дохода.

Этап 4: сентябрь 2008 – июнь 2009 гг. Упадок.

Рост не может быть бесконечным, а чрезмерное увеличение долговой нагрузки экономики неизбежно приводит к коллапсу. Кризис, начавшийся в 2007 г., достиг пика осенью 2008. Банкротство Lehman Brothers в середине сентября стало отправной точкой нового витка глобального финансово-экономического кризиса. Это событие придало резкое и крайне неприятное ускорение процессу deleveraging. Кризис доверия среди финансовых институтов, проблемы на рынке CDS, вывод клиентами своих средств и многие другие неприятности привели к разорению большого количества хедж-фондов и иных уязвимых инвесторов, а также масштабной ликвидации позиций по всем фронтам и «по любой цене». В результате кризис привел не только к изменениям фундаментальных параметров экономики, но и структурным изменениям на рынке долгового капитала:

- Аппетит инвесторов к риску существенно снизился;
- Инвесторы стали требовать более высокие премии к стоимости долга;
- Эластичность спроса по цене заметно снизилась: появились «неразмещаемые» выпуски;
- Фокус сместился на бумаги с короткой дюрацией эмитентов высокого качества.

На этом фоне Россия столкнулась с масштабным оттоком капитала и крайне драматичным обвалом на рынках акций и облигаций. Margin calls и кризис неплатежей на рынке МБК/РЕПО лишь усугубили ситуацию. Первичный долговой рынок окончательно закрылся в конце лета 2008 г.; на вторичном сегменте доходности выросли до иррациональных уровней.

Еще в июле 2008 г. ОАО «РЖД» разместило крупнейший за всю историю российского рынка заем на сумму 20 млрд. руб. В том же месяце разместились МТС и Вымпелком – по 10 млрд. руб. каждый. Но за июлем последовал менее удачный август, а за ним – «черный сентябрь». В сентябре

первичный рынок поставил новые рекорды. «Казалось бы, совсем недавно, в июле, российские корпоративные заемщики смогли привлечь на рублевом рынке ни много ни мало 98.43 млрд. руб. Но в августе объем размещений сократился до 28.2 млрд. руб., а в сентябре эмитенты не смогли перешагнуть даже планку в 10 млрд. руб., разместив по итогам месяца бумаг только на 7.59 млрд. руб.»¹⁶ В октябре объемы первичного рынка значительно подросли (до 46.6 млрд. руб. по данным Cbonds), однако есть основания сомневаться в рыночности этих размещений – на рынке просто не было спроса. Фонды, управляющие компании и небольшие банки, не имевшие доступа к пулам ликвидности Центробанка и Минфина, использовали любую возможность, чтобы сократить собственные портфели, крупные банки также не стремились увеличивать свои позиции в долговых бумагах. «Покупателями облигаций сейчас, главным образом выступают сами эмитенты, забирающие бумаги с рынка в рамках оферт/погашений или осуществляющие публичные или скрытые операции buy back; госкорпорации, а также немногочисленные и небольшие «умные инвесторы», обладающие достаточными денежными средствами, лимитами и аналитическими ресурсами»¹⁷.

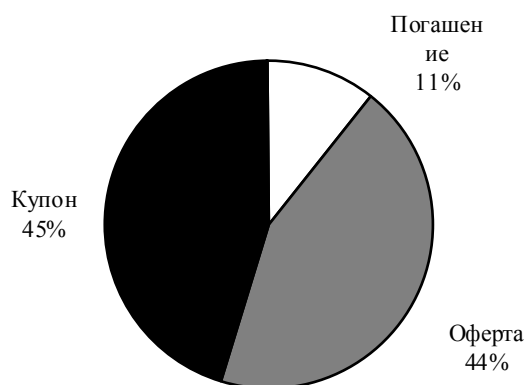
Характерная черта российского рынка корпоративных облигаций этого периода – участвовавшие дефолты, неисполнения эмитентами обязательств по выплате купона или выкупа облигаций в ходе оферты или непосредственно погашения. Дефолт может быть техническим или полным. Выпуск находится в состоянии технического дефолта в случае неисполнения обязательств в течение 30 дней с момента их планового исполнения, после чего переходит в состояние полного дефолта. Что любопытно, в 2002 г., на рассвете этого рынка, много говорили о том, что рынку необходим дефолт – в воспитательных целях. Так, например, Standard & Poors в своем исследовании под названием «Российскому рынку рублевых облигаций

¹⁶ Тер-Аствацатурова А. Черный сентябрь // Cbonds-Review.-2008.-№10

¹⁷ Галкин М., Коровин М. Рынок уникальных возможностей // Cbonds Review.-2008.-№11

необходимо совершенствование кредитной культуры» утверждало, что «как это ни парадоксально, первый дефолт по рублевым облигациям в целом мог бы оказать позитивное влияние на рынок в долгосрочном периоде, способствуя совершенствованию кредитной культуры»¹⁸. Аналитики агентства утверждали, что быстро развивающемуся сегменту нашего финансового рынка были присущи низкая дифференциация кредитных рисков и очень короткий срок обращения долговых бумаг. Поэтому рынок рублевых облигаций был особенно чувствителен к «неожиданным» дефолтам, способным подорвать доверие инвесторов. Кроме того, по мнению рейтингового агентства, в отсутствие дефолтов инвесторы склонны использовать упрощенные методы оценки кредитного качества эмитентов. Впрочем, многие участники рынка не поддерживали эту точку зрения, считая, что дефолт отрицательно повлияет на рынок, который только начинал свое развитие. И тем, и другим ждать оставалось недолго – в декабре 2002 г. произошел первый дефолт; за ним последовали другие. По всей вероятности, дефолты третьего этапа развития рынка рублевых корпоративных облигаций в действительности оказывали положительное воспитательное влияние на рынок долгового капитала. Однако осенью 2008 г. начался настоящий шквал дефолтов. Немного статистики: всего с 2002 г. по ноябрь 2008 г. произошло 57 дефолтов на сумму 58,7 млрд. рублей, из которых в октябре-ноябре 2008 г. – 31 (33,5 млрд. руб.), из них полных дефолтов – 9, технических – 22. Естественно, среди компаний-дефолтеров преобладал третий эшелон.

¹⁸ Козицын С. Воспитательный дефолт // Ведомости, 02.11.2002 г.



Источник: Cbonds

Рисунок 3. Структура дефолтов по видам обязательств, 2002-2008 гг.

Весной 2009 г. мировая экономика начала постепенно восстанавливаться. На рынках капитала возродилась активность, однако, безусловно, в масштабах, далеких от весны 2008 г. Российский рынок корпоративных облигаций стагнировал – рыночные первичные размещения практически отсутствовали, объем вторичных торгов был невысоким. Тем не менее, на рынке начали появляться позитивные настроения.

Этап 5: июль 2009 г. – настоящее время. Беспрецедентные темпы роста.

Вторая половина 2009 г. ознаменовалась невиданными ранее объемами первичных размещений корпоративных долговых бумаг на российском рынке. Общая стабилизация макроэкономической ситуации в сочетании с укреплением рубля и удачной монетарной политикой ЦБ РФ по снижению процентных ставок обусловили существенный рост спроса инвесторов в долговые бумаги на рублевый риск в российском праве. Несмотря на то, что в первой половине года размещения были незначительными, суммарно в 2009 г. объем первичного рынка корпоративных облигаций составил 908 млрд. руб. – больше, чем когда-либо за всю историю российского рынка. Прирост по сравнению с 2008 г. составил 75%. Торги на вторичном рынке также оставались активными.

Более подробно данный этап развития рынка корпоративных рублевых облигаций будет рассмотрен во второй главе работы.

В целом, следует отметить, что, как показывает, история, российский рынок корпоративных облигаций в существенной степени зависит от внешних макроэкономических факторов и довольно быстро реагирует как на положительные, так и на отрицательные изменения. Таким образом, перспективы развития этого рынка во многом обусловлены общемировыми экономическими тенденциями.

1.3 Действующее законодательство на российском рынке корпоративных облигаций, основные проблемы его применения

Для более полного понимания рынка рублевых облигаций необходимо рассмотреть законодательную базу, регулирующую отношения на этом рынке.

Ключевым законодательным актом, регулирующим эмиссию и обращение корпоративных облигаций, является Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон «О рынке ценных бумаг»). Рассмотрим основные положения этого нормативного акта, оказывающие влияние на рынок корпоративных облигаций.

Закон «О рынке ценных бумаг» регулирует отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента, при обращении иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами, а также особенности создания и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Первый раздел данного закона вводит определения основных терминов, используемых на рынке ценных бумаг, в том числе эмитента, эмиссии ценных бумаг, публичного размещения и обращения ценных бумаг, облигации. Согласно этому Закону, облигация является эмиссионной ценной бумагой, т.е. закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению, размещается выпусками и имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги. Второй раздел определяет основные требования к профессиональным участникам рынка ценных бумаг.

Третий раздел Закона «О рынке ценных бумаг» вводит основные положения об эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг. В частности, в этом разделе определено, что при бездокументарной форме эмиссионных ценных бумаг (как в случае рублевых облигаций) решение о выпуске облигаций является документом, удостоверяющим права,

закрепленные облигацией. Закон определяет, какие именно данные должно содержать решение о выпуске, а также устанавливает, что решение о выпуске облигаций хозяйственного общества утверждается советом директоров (наблюдательным советом) или органом, осуществляющим в соответствии с федеральными законами функции совета директоров (наблюдательного совета) этого хозяйственного общества. Эмитент не вправе изменить решение о выпуске облигаций в части объема прав по облигации, установленных этим решением, после государственной регистрации выпуска облигаций.

Согласно Закону «О рынке ценных бумаг», основными этапами эмиссии облигаций являются:

- принятие решения о размещении облигаций;
- утверждение решения о выпуске облигаций;
- государственная регистрация выпуска облигаций;
- размещение облигаций;
- государственная регистрация отчета об итогах выпуска облигаций или представление в регистрирующий орган уведомления об итогах выпуска облигаций.

В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг», государственная регистрация выпуска облигаций сопровождается регистрацией их проспекта в случае размещения путем открытой подписки или путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышает 500. В этом случае каждый этап процедуры эмиссии ценных бумаг сопровождается раскрытием информации. Государственная регистрация выпусков облигаций осуществляется федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг или иным регистрирующим органом, определенным федеральным законом. Как уже было отмечено, регистрацию небанковских облигаций осуществляет ФСФР, банковских – ЦБ РФ.

Закон также устанавливает основания для отказа в государственной регистрации выпуска, общие требования к содержанию проспекта ценных

бумаг, процедуру утверждения и подписания проспекта ценных бумаг. На сегодняшний день проспект рублевых облигаций должен содержать очень большое количество информации и очень формализован. Кроме того, он во многом дублирует содержание ежеквартальных отчетов. Таким образом, логичным было бы сократить объем информации, включаемой в проспект, в случае, если эмитент осуществляет раскрытие информации в виде ежеквартальных отчетов. Кроме того, в целях следования лучшим мировым практикам и привлечения иностранных инвесторов было бы правильным приблизить содержание проспекта облигаций в российском праве к проспекту по еврооблигациям.

Закон «О рынке ценных бумаг» содержит положения, определяющие условия размещения выпущенных облигаций. Так, в большинстве случаев эмитент имеет право начинать размещение облигаций только после государственной регистрации их выпуска. Количество размещаемых облигаций не должно превышать количества, указанного в решении о выпуске. Важным моментом, определяющим равенство инвесторов при первичном размещении облигаций, является закрепленный в данном законе запрет при публичном размещении или обращении выпуска эмиссионных ценных бумаг закладывать преимущество при приобретении ценных бумаг одним потенциальным владельцам перед другими.

В рассматриваемом Законе определены особенности эмиссии и обращения отдельных видов облигаций – облигаций с обеспечением и биржевых облигаций (облигаций сроком обращения до 3 лет, выпуск которых не предусматривает государственной регистрации). Облигациями с обеспечением признаются облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом, поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией. Наиболее актуальны на сегодняшний день вопросы, связанные с эмиссией облигаций с поручительством, поскольку долговые бумаги, обеспеченные залогом (которым может выступать только недвижимость или ценные бумаги) и

гарантией пока не получили достаточного распространения на российском рынке.

Вместе с тем структура выпуска, когда эмитентом является специально созданная¹⁹ или просто операционная дочерняя компания, а заемщиком и поручителем выступает, например, холдинговая компания, является широко распространенной практикой. Отношения, возникающие внутри такой структуры, должны быть прозрачными и понятными для инвесторов, в противном случае заемщику придется платить существенную премию при размещении. Текущее законодательство определяет, в каких случаях поручительство необходимо, а также вводит определенные ограничения на то, кто может выступать поручителем.

Так, согласно Закону «О рынке ценных бумаг», номинальная стоимость всех облигаций компании (хозяйственного общества) не должна превышать размер его уставного капитала и (или) величину обеспечения (в том числе поручительства). В отсутствие обеспечения, предоставленного третьими лицами, эмиссия облигаций допускается не ранее третьего года существования хозяйственного общества и при условии наличия годовой бухгалтерской отчетности за два завершённых финансовых года. Целесообразность этого положения вызывает сомнения. Данное требование не несет экономического смысла, и множество крупнейших эмитентов вынуждены привлекать техническое поручительство для его соблюдения. Вместе с тем, защита прав неквалифицированных инвесторов может быть обеспечена действующей практикой, которая позволяет отнести выпуск рискованных облигаций к инвестициям с повышенным уровнем риска.

При этом в соответствии с Законом выпуск облигаций без поручительства в объеме, превышающем уставный капитал возможен в случае выпуска облигаций с ипотечным покрытием и облигаций, предназначенных для квалифицированных инвесторов, а также для

¹⁹ По отношению к специально созданным «компаниям-пустышкам» применяют термин Special Purpose Vehicle (SPV)

компаний, эмиссионные ценные бумаги которых включены в котировальный список на фондовой бирже, и компаний и (или) облигаций, имеющих кредитный рейтинг одного из рейтинговых агентств, аккредитованных уполномоченным Правительством Российской Федерации федеральным органом исполнительной власти, не ниже уровня, установленного федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Таким образом, эмитентам, удовлетворяющим вышеупомянутым критериям, законодательство разрешает выпуск облигаций без привлечения поручительства со стороны третьих лиц. Вместе с тем, часто возникает ситуация, когда такие эмитенты нуждаются в привлечении поручительства третьих лиц для повышения инвестиционной привлекательности своих облигаций.

Например, эмитент облигаций может быть управляющей компанией производственного холдинга и иметь рейтинг, позволяющий выпускать облигации без привлечения поручительства. Тем не менее, для повышения инвестиционной привлекательности своих облигаций управляющая компания может столкнуться с необходимостью привлечения поручительства со стороны производственных компаний, входящих в данный холдинг.

При этом может возникнуть ситуация, когда действующая редакция Закона «О рынке ценных бумаг» не позволит это сделать. Согласно этому Закону, поручителем по договору поручительства, которым обеспечивается исполнение обязательств по облигациям, вправе выступать коммерческие организации, стоимость чистых активов которых не меньше суммы предоставляемого поручительства. Компании, желающие предоставить поручительство по облигациям, этому требованию могут и не удовлетворять.

Возникает ситуация, когда с законодательной точки зрения эмитент, способный осуществить выпуск облигаций без обеспечения, будет не способен повысить инвестиционную привлекательность своих облигаций за счет привлечения дополнительного поручительства. Для устранения этого несоответствия логично было бы ввести в Закон изменения, которые бы

позволили бы не предъявлять к поручителю требования о превышении суммы чистых активов поручителя над размером поручительства в случаях, когда законодательство разрешает выпуск облигаций без обеспечения.

Закон «О рынке ценных бумаг» устанавливает, что обращение ценных бумаг, выпуск которых подлежит государственной регистрации, запрещается до их полной оплаты и государственной регистрации отчета об итогах выпуска таких ценных бумаг, за исключением отдельных случаев. В настоящее время процесс регистрации и последующее включение бумаг в листинг фондовой биржи занимает значительное время (более одного месяца), что в значительной степени негативно отражается на облигационных займах. В случае если между моментом приобретения долговой бумаги при первичном размещении и моментом, когда начнется вторичное обращение, существует значительный временной лаг, инвестор, купивший бумагу на первичном рынке, несет риск того, что к моменту, когда он сможет реализовать облигацию, рыночная конъюнктура изменится в неблагоприятном направлении. Поэтому инвесторы склонны требовать дополнительную премию при первичном размещении, чтобы компенсировать этот риск. Несмотря на последние изменения в регулировании относительно возможности не регистрировать отчет об итогах выпуска, а ограничиться уведомлением в ФСФР при условии листинга размещаемых бумаг, проблема, связанная с необходимостью регистрировать отчет об итогах выпуска остается актуальной, поскольку данные изменения содержат определенные ограничения в отношении эмитентов (например, эмитент должен существовать не менее 6 месяцев, что исключает возможности использования широко применимых схем с созданием SPV как эмитента облигаций). Таким образом, отмена требования о регистрации отчета об итогах выпуска облигаций позволила бы сократить стоимость заимствований для российских компаний, а также снизить риски для инвесторов в рублевые корпоративные облигации.

Помимо вышеперечисленного, Закон «О рынке ценных бумаг» содержит положения, регулирующие раскрытие информации на рынке ценных бумаг, использование служебной информации и рекламе на рынке ценных бумаг (раздел 4), а также определяющие основы регулирования на рынке ценных бумаг (раздел 5).

Иными правовыми актами, регулирующими рынок рублевых корпоративных облигаций, являются Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее – Закон «Об акционерных обществах») и Федеральный закон от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (далее – Закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»).

Закон «Об акционерных обществах» определяет порядок создания, реорганизации, ликвидации, и правовое положение акционерных обществ, права и обязанности их акционеров, а также обеспечивает защиту прав и интересов акционеров. Закон определяет общие вопросы выпуска облигаций акционерным обществом, порядок их оплаты при эмиссии, одобрения крупной сделки и сделки с заинтересованностью, способы размещения облигаций.

Целями Закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» являются обеспечение государственной и общественной защиты прав и законных интересов инвесторов в эмиссионные ценные бумаги, а также определение порядка выплаты компенсаций и предоставления иных форм возмещения ущерба инвесторам - физическим лицам, причиненного противоправными действиями эмитентов и профессиональными участниками на рынке ценных бумаг. Данным Законом устанавливаются: условия предоставления профессиональными участниками услуг инвесторам, не являющимся профессиональными участниками; дополнительные требования к профессиональным участникам, предоставляющим услуги инвесторам на рынке ценных бумаг;

дополнительные условия размещения эмиссионных ценных бумаг среди неограниченного круга инвесторов на рынке ценных бумаг; дополнительные меры по защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг и ответственность эмитентов и иных лиц за нарушение этих прав и интересов.

Важное значение на первичном рынке корпоративных облигаций имеют нормативные акты ФСФР. Своими приказами и постановлениями ФСФР устанавливает порядок составления и регистрации эмиссионных документов (проспекта, решений о выпуске и размещении), раскрытия информации, ведения реестра, аттестации профессиональных участников рынка ценных бумаг. В целом, ключевое отличие нормативных документов ФСФР от федеральных законов, регулирующих рынок облигаций, состоит в том, что приказы и постановления ФСФР призваны давать участникам рынка указания относительно решения конкретных технических задач, тогда как федеральные законы регулируют более общие вопросы.

На мой взгляд, в настоящий момент законодательство на российском рынке корпоративных облигаций развито в достаточной степени для того, чтобы не создавать непреодолимых препятствий для участников этого рынка. Вместе с тем, существуют определенные недостатки, и есть довольно большой простор для развития. Так, необходимо дальнейшее совершенствование эмиссионной документации, требуется проработка вопросов, связанных со структурами выпусков с поручительством, насущным является оптимизация процесса регистрации отчета о размещении. Однако, как показывает практика, регуляторы активно взаимодействуют с участниками рынка и демонстрируют весьма существенную гибкость. В связи с этим есть все основания ожидать, что законодательная база рынка рублевых облигаций будет развиваться достаточно быстро и эффективно.

2. Текущее состояние и тенденции развития российского рынка корпоративных рублевых облигаций

2.1 Объем и структура рынка корпоративных рублевых облигаций в России

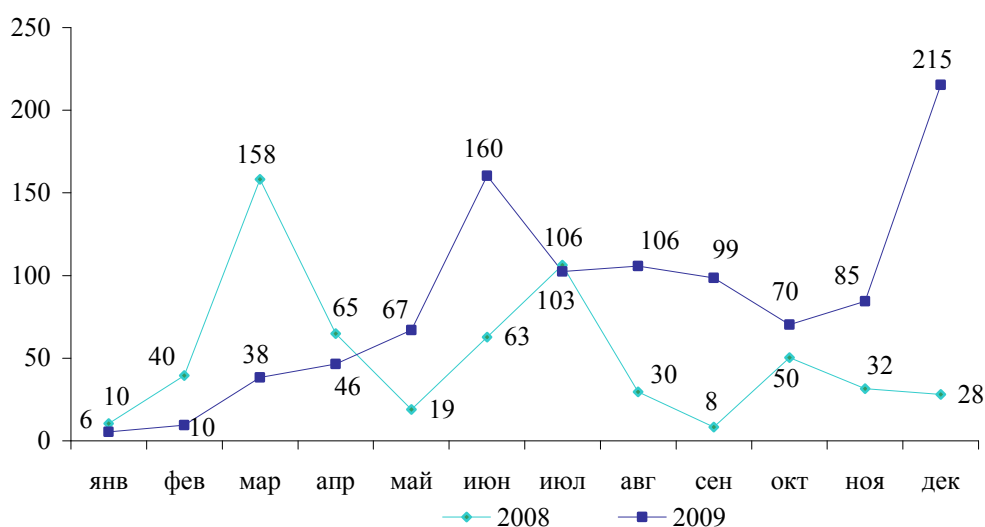
В следующей части данной работы я бы хотела проанализировать рынок рублевых корпоративных облигаций с точки зрения количественных показателей – объемов первичных размещений, объемов облигаций в обращении. Цель анализа – оценить текущее состояние первичного и вторичного рынков рублевых корпоративных облигаций. Источник данных для анализа – сайт информационного агентства Cbonds, где есть возможность, используя разные фильтры, получить максимум информации о размещениях российских корпоративных облигаций за всю историю существования рынка. В своем анализе я буду стремиться решить следующие задачи:

- Оценить динамику первичных размещений за последние два года с целью сравнения активности на рынке в течение кризиса и после его окончания;
- Определить место рынка корпоративных облигаций в системе облигационных рынков, сопоставив его с рынком муниципальных и субфедеральных долговых бумаг, а также с рынком еврооблигаций;
- Оценить структуру вторичного рынка корпоративных облигаций с точки зрения отраслей и объемов выпусков в обращении²⁰;
- Оценить, какой объем рублевых корпоративных облигаций может быть размещен в 2010 г.

Как известно, 2009 г. стал пиковым годом за всю историю рынка корпоративных рублевых облигаций. Несмотря на то, что 2008 г. ознаменовался глобальным финансово-экономическим кризисом, российский долговой рынок продемонстрировал способность к быстрому восстановлению и заметно нарастил свой масштаб за прошедший год. Что

²⁰ По номиналу

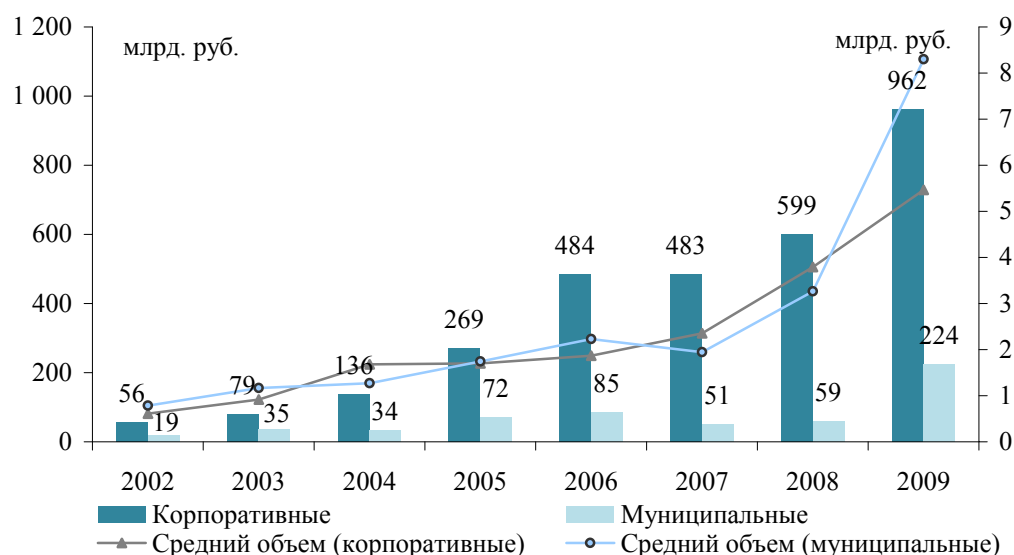
любопытно, превышение объемов первичных размещений 2009 г. по сравнению с 2008 г. началось уже в мае-июле 2009 г., несмотря на то, что основная волна кризиса пришлась на сентябрь. В сентябре 2009 г. объем первичных размещений превысил аналогичный показатель годом ранее более чем в 20 раз, а в декабре 2009 г. были размещены рублевые корпоративные облигации на рекордную сумму – 215 млрд. руб., что эквивалентно практически половине объема размещений за 2008 г. (см. Рисунок 4 и Приложение В).



Источник: Cbonds

Рисунок 4. Динамика месячного объема первичных размещений корпоративных рублевых облигаций в 2008-2009 гг., млрд. руб.

Сопоставим объем привлеченного долгового финансирования на рублевом рынке корпоративными эмитентами с объемом, привлеченным регионами.



Источник: Cbonds

Примечание: данные могут отличаться от приведенных на графике 1, поскольку Cbonds учитывает как публичные, так и частные размещения

Рисунок 5. Динамика объема первичных размещений корпоративных и муниципальных рублевых облигаций в 2002-2009 гг.

Региональные эмитенты исторически занимают значительно меньшие суммы, чем корпоративные заемщики. При этом если в 2002-2005 г., на «заре» развития российского рынка корпоративных облигаций, отношение объема размещений муниципальных облигаций к корпоративным находилось на уровне 30-40%, то в 2007-2008 гг. этот показатель упал до 10%. Вместе с тем, в 2009 г. было размещено в 4 раза больше муниципальных облигаций и их соотношение с корпоративными выпусками выросло до 23%. По всей видимости, это связано с вынужденным увеличением бюджетных расходов городов и субъектов федерации при одновременном сокращении их доходов в связи с финансовым кризисом. Впервые за последние 3 года средний объем выпуска муниципальных облигаций в 2009 г. превысил средний объем выпуска корпоративных долговых бумаг, причем разница составила 52%. Это связано главным образом с активным выходом на рынок Москвы с крупными объемами займов (15-20 млрд. руб.).

Таким образом, корпоративные эмитенты остаются основными заемщиками на российском рынке долгового капитала, сформировав в 2009 г.

81% общего объема размещенных рублевых облигаций, тогда как на долговые бумаги субъектов федерации и муниципалитетов пришлось 19%²¹.

Что касается вторичного рынка, то по данным Cbonds, по состоянию на конец марта 2010 г. в обращении находились рублевые облигации на сумму 6 трлн. руб., 42% которых приходилось на корпоративные займы, 49% - на государственные и 9% - на муниципальные.

Для того, чтобы понять, насколько значимым источником заемных средств для российских компаний является внутренний рынок облигаций, сопоставим объем рынка рублевых облигаций и еврооблигаций, выпущенных российскими эмитентами. Суммарный объем еврооблигаций российских заемщиков (см. Рисунок 4) в обращении меньше объема рублевых облигаций на рынке примерно на 30% (4,2 трлн. руб. на 27.03.2010 г.), однако объем рынка российских корпоративных еврооблигаций на 27% превышает объем рублевых корпоративных облигаций в обращении²².

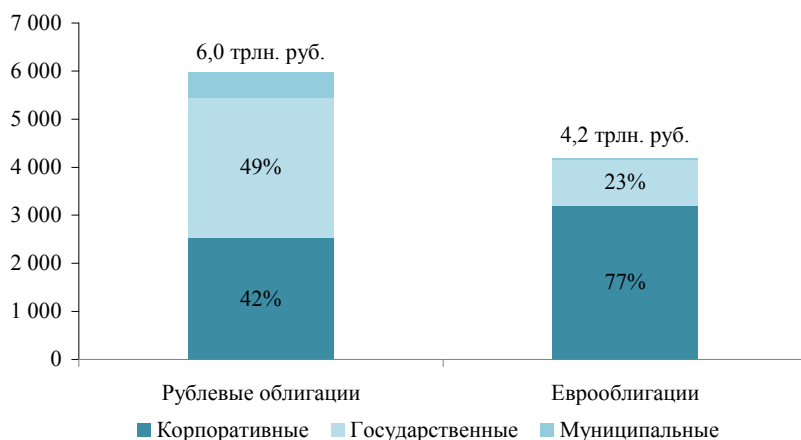
С одной стороны, организация размещения еврооблигаций требует значительно больших трудовых и денежных затрат, чем организация выпуска рублевых облигаций. Подготовка к размещению еврооблигаций занимает 3-3,5 месяца по сравнению с 2-2,5 месяцами в случае классических рублевых облигаций и 1 месяцем в случае биржевых облигаций²³. Кроме того, организация выпуска еврооблигаций подразумевает координацию действий огромного количества участников – заемщика, организатора (чаще нескольких), юристов заемщика, юристов организатора, агента по листингу, платежного и расчетного агента, trustee и многих других. Работа всех этих сторон должна быть оплачена, и, как правило, стоит она немало, потому как на этом рынке во многих сферах сложилась ситуация, близкая к олигополии. Тем не менее, очевидно, выгоды от более низких ставок в долларах и евро существенно перевешивают затраты на организацию займа такого рода (по

²¹ По данным Cbonds, без учета государственных облигаций и облигаций Банка России

²² Cbonds. Здесь и далее пересчет в рубли был осуществлен по следующим обменным курсам: USD – 29,66 руб., EUR – 39,53 руб., CHF – 27,70 руб., GBP – 44,31 руб. Выпуски в прочих валютах составили незначительную часть общей суммы

²³ Оценки Тройки Диалог

данным Cbonds, из общего объема еврооблигаций в обращении 76% приходится на еврооблигации в долларах, еще 15% - на еврооблигации в евро, остальное – на прочие валюты).



Источник: Cbonds

Рисунок 6. Динамика и структура облигаций и еврооблигаций в обращении по состоянию на 27.03.2010 г.

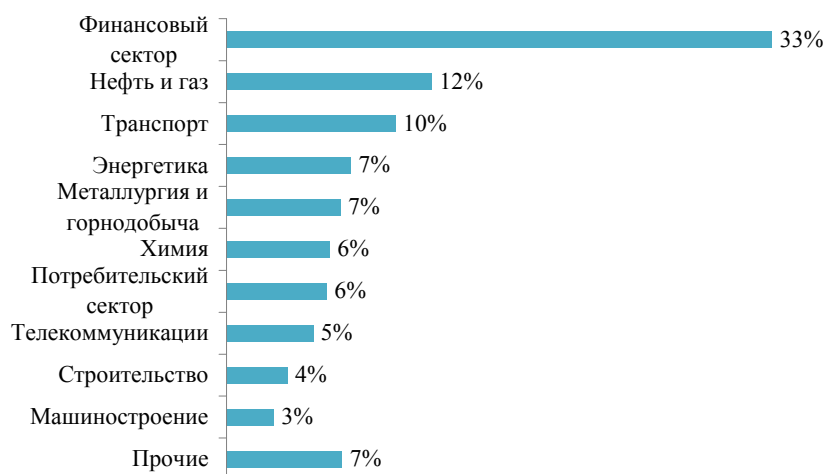
Следует отметить, что несмотря на то, что объем еврооблигаций российских компаний в обращении превышает соответствующий объем рублевых корпоративных облигаций, в результате снижения процентных ставок, укрепления рубля и, в определенной степени, усложнения выхода на внешние рынки для российских заемщиков, в 2009 г. объем размещенных рублевых облигаций в 2 раза превысил размер первичного рынка еврооблигаций (962 млрд. руб. по сравнению с 498 млрд. руб., соответственно).

При этом средний объем выпуска на рынке еврооблигаций российских компаний существенно выше, чем соответствующий показатель на рынке рублевых корпоративных облигаций (11,9 млрд. руб. по сравнению с 3,9 млрд. руб.). Это связано с тем, что для того, чтобы относительная величина расходов на организацию займа оставалась на приемлемом уровне, компаниям более выгодно размещать еврооблигации на значительную сумму, поскольку затраты на подготовку размещения не зависят от объема выпуска. Кроме того, рынок еврооблигаций более емкий и позволяет

выходить с более значительными суммами займов, поскольку дает доступ к более широкой базе инвесторов.

Дополнительной причиной привлекательности еврооблигаций для российских заемщиков в сравнении с рублевыми облигациями является тот факт, что на внешних рынках, как правило, компании могут занять на более длительные сроки, чем на внутреннем. В целом, среди прочих факторов, это объясняется большей степенью защиты инвесторов от рисков за счет существования института trustee и необходимости включения ковенант в условия выпуска еврооблигаций. Trustee – доверительный управляющий, в функции которого входит защита прав инвесторов. Например, если эмитент допускает дефолт, то trustee выступает от имени всех держателей облигаций в переговорах с эмитентом. В российской практике на сегодняшний день такого института не существует, что делает инвесторов в долговые бумаги в российском праве более уязвимыми. Что касается ковенант, то они есть в любом проспекте еврооблигаций – самые базовые для высококачественных заемщиков (например, *pari passu*) и более строгие для более рискованных компаний. Так называемые *high-yield covenants* могут включать в том числе и ограничения на соотношение «долг/ЕБИТДА», на размер чистых активов и т.д. Вместе с тем эмиссионные документы рублевых облигаций не содержат сколько-нибудь существенных ковенант. Поэтому выпуск еврооблигаций для большинства заемщиков – это всегда компромисс между низкими процентными ставками и ограничением операционной и финансовой гибкости.

Что касается отраслевой структуры рынка рублевых корпоративных облигаций, то в составе долговых бумаг в обращении традиционно лидером является финансовый сектор. Банкам удобно рефинансироваться за счет облигаций, для них это понятный и комфортный инструмент. В составе заемщиков этого сектора – как высоконадежные государственные банки (например, ВТБ), так и множество высокорисковых банковских институтов.



Источник: Cbonds

Рисунок 7. Отраслевая структура рублевых корпоративных облигаций в обращении по состоянию на 27.03.2010 г.²⁴

Второе место среди отраслей занимает нефтегазовый сектор, что вполне естественно, учитывая то, какую роль для нашей страны играет топливно-энергетический сектор. Основные заемщики здесь – Лукойл, Газпром, Газпром нефть и Транснефть. По сути, единственными ликвидными бумагами заемщиков, не имеющих квазисуверенного статуса, являются облигации Башнефти.

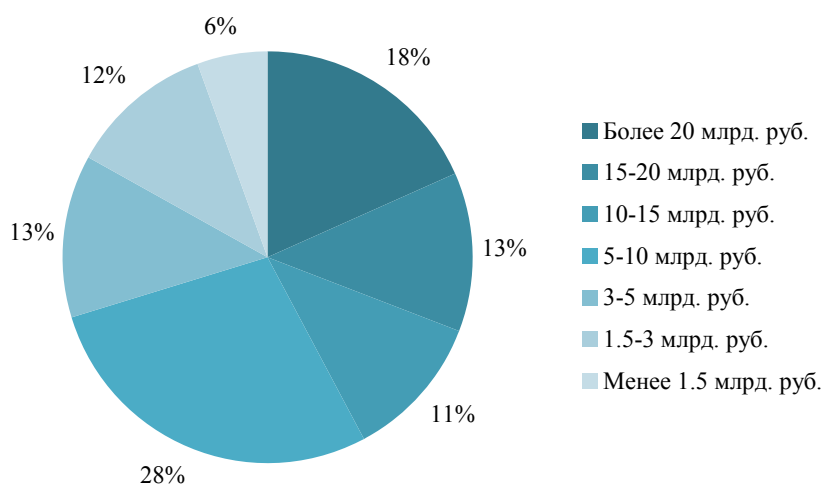
Около 10% вторичного рынка рублевых корпоративных облигаций приходится на транспортный сектор. В данной отрасли ключевым игроком является РЖД – один из самых активных заемщиков в последние годы. Доходности бумаг РЖД наряду с ВТБ, Лукойлом, Газпромом и Газпром нефтью служат бенчмарком для корпоративного российского рынка.

Заемщики энергетического и металлургического секторов представлены компаниями средней величины с относительно устойчивой кредитоспособностью. Химия – очень непрозрачная отрасль, самый крупный заемщик – СИБУР. Потребительский сектор и телекоммуникации представлены довольно ликвидными бумагами, в том числе довольно высокого качества, как, например, МТС и ВымпелКом.

²⁴ Расчитано на базе номинальной стоимости займов в обращении

В целом, стоит отметить, что российский вторичный рынок рублевых облигаций корпоратов неплохо диверсифицирован по отраслевому признаку, хотя финансовый сектор, формируя около трети объема облигаций в обращении, оказывает во многом опережающее влияние на российский публичный долгового капитала.

Что касается объемов выпусков, то на сегодняшний день самым популярным остается сумма в 5-10 млрд. руб. Объемы в 10-15 млрд. руб. доступны лишь компаниям с по-настоящему хорошим кредитным качеством, а все, что выше 15 млрд. руб. возможно лишь для высоконадежных заемщиков. Очень редки займы с плавающей процентной ставкой, во многом потому что в условиях не до конца стабилизировавшегося рынка трудно прогнозировать динамику референсных ставок. Наиболее распространены выпуски на три года, возможно, с более длинным сроком до погашения, но с пут-опционом через 2-3 года. Концентрация большинства выпусков на коротком конце кривой доходности демонстрирует осторожное отношение к рискам и, опять же, неопределенность касательно будущего рынка.



Источник: Cbonds

Рисунок 8. Структура рублевых корпоративных облигаций в обращении по объему выпуска по состоянию на 27.03.2010 г.

Для того, чтобы понять, продолжится ли в ближайшем будущем тенденция к росту объемов первичных размещений, необходимо оценить, какие объемы российским компаниям удастся привлечь на внутреннем рынке

публичного долгового капитала в 2010 г. Одним из способов сделать это является анализ зарегистрированных выпусков облигаций, которые планируются к размещению. Информация о них доступна на сайте информационного агентства Cbonds.

Итак, на сегодняшний день зарегистрировано и планируется к размещению 274 выпуска рублевых корпоративных облигаций общей суммой 1,1 трлн. руб., что примерно на 20% превышает объем размещенных долговых бумаг российских корпоратов в 2009 г. (выпуски, размещенные с начала 2010 г., приведены в Приложении Г). Кроме того, по состоянию на начало апреля 2010 г. в 2010 г. было размещено облигаций на 108 млрд. руб. Таким образом, если принять допущение, что все те выпуски, что в настоящий момент зарегистрированы, будут размещены в 2010 г., мы получим, что в текущем году объем первичного рынка составит примерно 1,2 млрд. руб.

Около четверти (23%) выпусков планируют разместить компании нефтегазового сектора – только Газпром нефть и Лукойл зарегистрировали проспекты на 110 млрд. руб. Финансовый сектор формирует около 20% объема зарегистрированных выпусков, причем лидер – ВТБ. Также традиционно крупные объемы средств планирует привлечь РЖД, в металлургическом секторе – НЛМК, Евраз, Мечел.



Источник: Cbonds

Рисунок 9. Отраслевая структура планируемых выпусков рублевых корпоративных облигаций.

Безусловно, стоит оговориться, что подобные оценки страдают определенной неточностью, поскольку примерно две трети зарегистрированных проспектов – проспекты биржевых облигаций. Как известно, согласно текущему законодательству жизнь проспекта биржевых облигаций неограничена (для классических рублевых облигаций жизнь проспекта не должна превышать 1 год, после чего его нужно регистрировать снова). Поэтому нельзя с полной уверенностью утверждать, что все эти выпуски будут размещены в 2010 г., а не позже. Кроме того, естественно, зарегистрировав проспект, компания не берет на себя обязательство непременно выпустить долговые бумаги.

Вместе с тем, эти оценки не слишком сильно расходятся с прогнозами рынка. Так, например, эксперты Тройки Диалог прогнозируют, что в 2010 г. без учета технических выпусков будет размещено рублевых корпоративных облигаций на сумму около 600 млрд. руб. Естественно, оценка на базе зарегистрированных выпусков не дает возможности выделить только рыночные сделки. Поэтому в определенном приближении можно сказать, что оценки Тройки Диалог предполагают около 800-900 млрд. руб. с учетом технических сделок, что не так далеко от 1,2 млрд. руб.

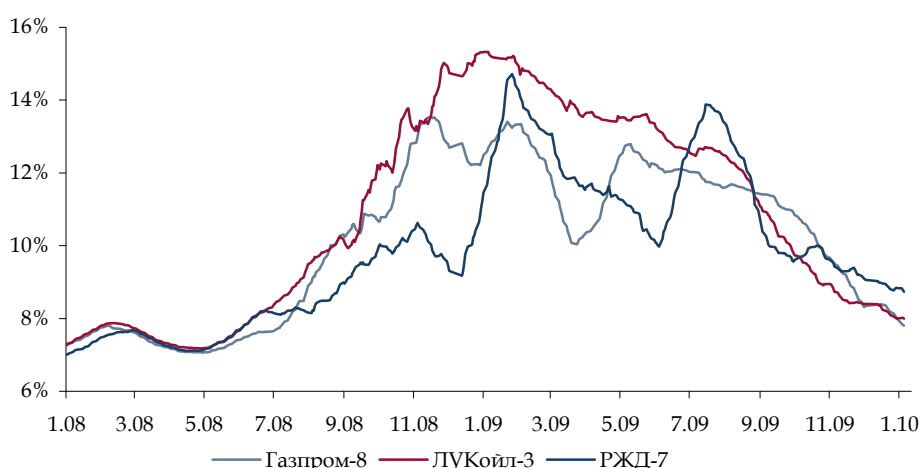
Таким образом, по итогам проведенного анализа можно сделать следующие выводы. За последний год объемы первичных размещений рублевых корпоративных облигаций значительно выросли по сравнению с 2008 г., продемонстрировав способность внутреннего публичного рынка долгового капитала к быстрому восстановлению. Компании-заемщики играют очень важную роль на российском рынке облигаций – исторически объем первичных размещений корпоративных облигаций существенно превышал объем размещений муниципальных и субфедеральных долговых бумаг. При этом в структуре корпоративных выпусков в обращении с точки зрения отраслевой структуры преобладают бумаги компаний финансового

сектора, с точки зрения объемов выпусков – выпуски по 5-10 млрд. руб. Кроме того, рынок рублевых облигаций в настоящий момент является более важным источником заимствований для российских компаний, чем рынок еврооблигаций – за 2009 г. было размещено в два раза больше (по объему) рублевых облигаций, чем еврооблигаций корпоративных заемщиков. С учетом того, какой объем рублевых корпоративных облигаций в настоящий момент зарегистрирован, можно ожидать, что в 2010 г. будет размещено около 1,2 млрд. руб.

2.2 Тенденции развития рынка корпоративных облигаций в послекризисный период

В данной части работы я бы хотела выявить ключевые тенденции на рынке рублевых корпоративных облигаций, понять, каковы причины этих тенденций и что следует ожидать участникам рынка в ближайшем будущем. В ходе работы я опиралась на обзоры и комментарии аналитиков и динамику основных бенчмарков рынка.

Окончание кризиса на публичном рынке долгового капитала в России относят к июлю-августу 2009 г. Именно в это время объемы вторичных торгов на ММВБ вернулись к докризисным величинам и первичный рынок начал восстанавливаться. Доходности начали корректироваться с пиковых значений конца 2008 г. – первой половины 2009 г. В результате для компаний вновь появился смысл выходить на рынок, и снова возобновились рыночные размещения. Кроме того, следует отметить, что снижение процентных ставок привело к быстрому росту цен, что придало рынку рублевого долга черты, присущие рынку акции. Сохранение такой ситуации может привести к дальнейшему притоку спекулятивного капитала, в том числе зарубежного.



Источник: Bloomberg

Рисунок 10. Динамика доходностей облигаций эмитентов первого эшелона

Среди прочего, постепенно увеличивалась дюрация размещаемых выпусков. До осени 2009 г. предпочтение отдавалось выпускам со сроком до

погашения не более 3 лет, однако уже в октябре состоялось первое после начала кризиса размещение облигаций с эффективным сроком обращения (сроком до оферты) 5 лет. Эмитентом выступило ООО «Сибметинвест», дочерняя компания Evraz Group S.A., было размещено 2 выпуска общим объемом 20 млрд. руб. Срок обращения был установлен на уровне 10 лет, оферта – через 5 лет. Примечательно, что купон по этим выпускам составил 13,5%, что лишь на 15 б.п. выше, чем купон трехлетних облигаций Лукойла, размещенных в августе 2009 г. При этом, безусловно, кредитное качество этих двух заемщиков существенно различается. Евраз – крупный диверсифицированный металлургический холдинг, однако не обладает государственной поддержкой, не является лидером в своей отрасли, а его финансы на момент размещения находились не в лучшем состоянии. В результате активности в сфере слияний и поглощений холдинг занял довольно много, и по итогам первой половины 2009 г. долг/ЕБИТДА находился на уровне 2,8, что также не соответствует долговой нагрузке высококачественных заемщиков. Кроме того, кредитные рейтинги Лукойла и Евраза от Fitch различаются на 4 ступени. Таким образом, сравнительный анализ этих двух выпусков позволяет оценить, насколько быстро восстанавливался долговой рынок осенью прошлого года. Ожидания инвесторов в отношении инфляции и рисков стали существенно более позитивными, и рынок открылся для корпоративных заемщиков не только высочайшего кредитного качества. Тот факт, что тенденция к снижению доходностей продолжает наблюдаться и сегодня, подтверждается успехом недавнего повторного выхода на рынок Евраза. В конце марта 2010 г. состоялось размещение еще двух выпусков рублевых облигаций группы. На этот раз эмитентом выступила другая дочерняя компания группы – ООО «ЕвразХолдинг Финанс», объем выпусков составил 15 млрд. руб., срок до погашения – 10 лет, оферта – через 3 года. Купон был установлен на уровне 9,25%, несмотря на то, что за время с последнего размещения облигаций группы осенью предыдущего года Евраз существенно увеличил долговую

нагрузку, а агентство Standard & Poor понизило кредитный рейтинг группы с В+ до В.

Для того, чтобы правильно оценить обозначенные выше тенденции, необходимо понять, что стало основным двигателем положительных изменений на рынке. Ключевое значение для восстановления рынка облигаций в России имела монетарная политика ЦБ РФ и меры, направленные на спасение банковского сектора. Как известно, банки играют очень важную роль на рынке долговых ценных бумаг. С одной стороны, на них приходится существенная часть первичных размещений облигаций (около 25% первичных размещений в 2008 г.²⁵), с другой стороны – они являются самыми активными инвесторами на этом рынке (занимая около 52% в общей структуре инвесторов)²⁶. Между тем, на них пришелся первый и самый сильный удар во второй половине 2008 г., что стало одним из факторов сокращения объемов первичных размещений и объемов вторичных торгов на рынке облигаций. Таким образом, оценка текущего состояния банковского сектора и его перспектив является крайне важным для понимания того, что сегодня происходит на публичном рынке долгового капитала и того, что его ждет в перспективе.

В 2008–2009 годах российская банковская система получила небывалый объем государственной поддержки и, благодаря своевременным и решительным действиям властей, сумела преодолеть дефицит ликвидности и кризис доверия вкладчиков.

Одним из достижений ЦБ стало то, что ему удалось стабилизировать ликвидность в финансовой системе в течение всего нескольких месяцев после развития первых кризисных явлений в сентябре 2008 года. Главным орудием в борьбе с дефицитом ликвидности стали беззалоговые аукционы.

Между тем в стабильных условиях центральные банки редко осуществляют беззалоговое кредитование, и было бы логично предположить,

²⁵ Cbonds

²⁶ М. Ткаченко. Несомнительная привлекательность. За последнее время доходность по облигациям в России сильно выросла / "Акционерный вестник", № 3 (52), 2008 год

что ЦБ откажется от него раньше, чем от других стабилизационных мер. Есть основания полагать, что в ближайшее время ЦБ может прекратить использовать этот инструмент – 70 из 230 банков, до этого допущенных к участию в беззалоговых аукционах, с 1 февраля 2010 года лишились этого права из-за ужесточения требований ЦБ к рейтингу участников²⁷. Отказ от беззалоговых аукционов не будет иметь серьезных последствий, поскольку в 2009 году большинство банков погасило беззалоговые кредиты как слишком дорогие, в результате чего объем этих обязательств на их балансах уменьшился с \$54 млрд. (февральский максимум) до \$5 млрд.²⁸

Итак, на первый план вновь выходят более традиционные инструменты рефинансирования, такие как операции РЕПО, становящиеся все более разнообразными. В частности, ЦБ значительно расширил ломбардный список, а также стал предоставлять кредиты под залог нерыночных активов и однородных ссуд.

Хотя кризис ликвидности был преодолен быстро, решать проблему достаточности собственного капитала во всей ее остроте ряду банков только предстоит. Давление на капитал отдельных финансовых организаций не ослабеет еще по крайней мере год, пока банки будут работать со ссудами, с признанием потерь по которым до сих пор медлили. Для докапитализации отрасли правительство разработало две программы. Первая предусматривает предоставление субординированных кредитов, включаемых в капитал второго уровня, вторая – внесение в капитал банков ОФЗ в обмен на привилегированные акции.

Таким образом, на сегодняшний день государство предприняло все возможные меры для восстановления банковского сектора, и в настоящий момент постепенно ослабляет свое участие в функционировании этой отрасли. Налицо укрепление сектора, что оказывает существенную

²⁷ Аналитический обзор ЗАО ИК «Тройка Диалог» «Долговые бумаги. Квартальный отчет. Широкие возможности» (Кудрин А., Булгаков А., Овчинников А., Сидорова Е., Табах А.)

²⁸ Аналитический обзор ЗАО ИК «Тройка Диалог» «Долговые бумаги. Квартальный отчет. Широкие возможности» (Кудрин А., Булгаков А., Овчинников А., Сидорова Е., Табах А.)

поддержку рынку рублевых облигаций – банки активно выходят на рынок и как заемщики, и как инвесторы.

Что касается монетарной политики Центрального Банка, то постепенное снижение ставки рефинансирования, безусловно, оказало ключевое влияние на сокращение процентных ставок в России в целом и на падение доходностей на рынке рублевых облигаций в частности. Так, если по состоянию на 1 декабря 2008 г. ставка рефинансирования составляла 13%, то 29 марта 2010 г. она была установлена на рекордно низком уровне в 8,25%. Вместе с тем, стоит отметить, что не только лишь ставка рефинансирования выступает инструментом регулирования рынка. Помимо нее в конце марта 2010 года были понижены и другие индикаторы. Ключевая ставка прямого РЕПО на аукционной основе сроком на один день была снижена на 25 б. п. до 5.50%. Кроме того Центральный Банк возобновил депозитные операции на условиях overnight, установив ставку в 2.75%. По оценкам аналитиков, основной целью Центрального Банка на данный момент является стимулирование экономической активности и внутреннего спроса, поскольку восстановление экономики пока представляется Центральному Банку неустойчивым. Второй целью является ограничение притока спекулятивного капитала²⁹.

В целом, в последние годы денежные власти стремились при регулировании финансовой системы сместить акцент с обменного курса на процентные ставки. Благодаря кризису значение механизмов рефинансирования ЦБ значительно возросло, и инвесторы начали считать его процентные ставки одним из ориентиров. В результате денежные власти теперь могут эффективнее использовать ставки для управления внутренним рублевым и валютным рынками.

Согласно ожиданиям рынка снижение ставки рефинансирования наряду с замедлением инфляции и укреплением рубля должны стать

²⁹ Аналитический обзор ЗАО «Ренессанс Капитал» «Рублевые облигации. Все не так уж и дорого» (Николай Подгузов)

ключевыми двигателями российского рынка рублевых облигаций в 2010 г. Многие эксперты прогнозируют дальнейшее снижение ставки рефинансирования в первой половине 2010 г. Так, по заявлению первого зампреда ЦБ Андрей Улюкаева, у ЦБ «есть макроэкономические основания для того, чтобы цикл снижения ставок еще продолжился в первом полугодии»³⁰.

Поскольку, как уже было отмечено, ставка рефинансирования с недавних пор стала играть существенную роль в настроениях инвесторов и финансовой системе в целом, перспективы снижения этого индикатора дают основания ожидать соответствующего снижения доходностей. Эти ожидания сегодня играют ключевую роль на рынке, усиливают спрос инвесторов на рублевые бумаги и стимулируют первичные размещения.

Основным двигателем снижения ставки рефинансирования являются ожидания замедления инфляции в 2010 г. По данным Госкомстата, в 2009 г. инфляция составила 9%. При этом по прогнозам Министерства финансов, в 2010 г. рост ИПЦ должен достичь 10%. Однако рынок оценивает перспективы роста потребительских цен более оптимистично. Так, по оценкам эксперта УК «Альфа-капитал», по итогам 2010 г. инфляция составит 6,5-7%³¹. Согласно Прогнозу социально-экономического развития на 2010 год и плановый период 2011 и 2012 годов, разработанному Минэкономразвития, к 2012 г. инфляция снизится до 5,5-6%. Причины столь невысокого уровня роста цен можно найти в сфере бюджетной политики – федеральный бюджет РФ на 2010 г. не предусматривает роста государственных расходов.

Ключевым источником инфляции в последние годы были бюджетные расходы, которые с 2006 по 2009 год в номинальном выражении росли в среднем на 41% в год³², что не оставляло шансов на низкую инфляцию – быстрое повышение бюджетных зарплат, пенсий, трансфертов неминуемо

³⁰ http://www.infox.ru/business/finances/2010/01/20/CB_prodolzhit_snizha.shtml

³¹ http://www.alfacapital.ru/news/first_persons/25122009.html

³² Аналитический обзор ЗАО ИК «Тройка Диалог» «Долговые бумаги. Прогноз на 2010 год: многообещающие рублевые облигации» (Кудрин А.)

приводит к активному росту цен. Закрепление расходов на уровне 2010 года дает основания полагать, что в 2010 году инфляция действительно останется на невысоком уровне, более низком, чем когда-либо за последние 20 лет. При этом результаты 2009 года (9%) также стали своеобразным рекордом – единственный раз за период с 1991 года такой невысокий ИПЦ был зафиксирован в 2006 году. В любом случае, в настоящий момент рынок видит, что низкой инфляции есть вполне определенные и серьезные причины, и эти ожидания задают соответствующие настроения. Во-первых, снижаются доходности и есть все основания полагать, что это снижение продолжится. Во-вторых, растет интерес инвесторов к длинным бумагам. В результате сегодня у российских компаний есть отличная возможность привлечь долгосрочное финансирование по невысокой цене.

Укрепления рубля происходит в том числе на фоне роста цен на нефть. В целом, сильный рубль в сочетании с ожиданиями замедления инфляции – хорошее основание для притока иностранного капитала на рынок российских долговых инструментов. По оценкам аналитиков Тройки Диалог, например, роль зарубежных инвесторов на рынке рублевых облигаций в 2010 году может возрасти до 25-30%³³.

Таким образом, есть все основания полагать, что в 2010 г. рынок рублевых корпоративных облигаций продолжит активно развиваться: объемы заимствований и дюрация выпусков будут расти, стоимость привлечения долгового финансирования – снижаться. Между тем, всегда есть подводные камни, которые могут помешать реализации всех тех факторов, которые, как ожидается, должны способствовать положительной динамике индикаторов рынка рублевого долга. На мой взгляд, ключевой риск для российского рынка долговых инструментов – чрезмерная волатильность цен на нефть.

³³ Аналитический обзор ЗАО ИК «Тройка Диалог» «Долговые бумаги. Прогноз на 2010 год: многообещающие рублевые облигации» (Кудрин А.)

Россия – нефтяная держава, и на сегодняшний день федеральный бюджет находится в прямой зависимости от цен на нефть, несмотря на значительные резервы. Зафиксировав расходы бюджета в 2010 г. на уровне 2009 г., правительство сделало первый шаг к тому, чтобы снизить эту зависимость, однако впереди еще длинный путь. Поэтому в ближайшей перспективе рынок рублевых облигаций будет довольно чувствительно отзываться на динамику цен на углеводороды. При этом, как ни странно, опасность для рынка представляет как чрезмерное снижение, так и чрезмерное повышение цен на нефть.

В случае падения цен на нефть сократятся доходы крупнейших заемщиков – нефтегазовых компаний. Кроме того, ослабнет рубль, и государство вряд ли будет этому препятствовать, поскольку каждый доллар из резервного фонда или от реализации нефти принесет бюджету больше рублей при том, что доходы бюджета в основном рублевые. Ослабление рубля с большой вероятностью спровоцирует отток капитала с внутреннего рынка, что вызовет рост процентных ставок. Доходности подтолкнет вверх и тот факт, что с падением цен на нефть российский риск в целом будет восприниматься как существенно более высокий. Велика вероятность возникновения дефицита бюджета и, как следствие, выход государства на долговой рынок с крупными объемами заимствований, что отвлечет ликвидность из сегмента корпоративных облигаций.

По предварительным оценкам, в 2010 г. правительство намеревается разместить облигаций внутренних займов на сумму до 844 млрд. руб. Еще на 250 млрд. руб. планируется выпустить ОФЗ в рамках программы рекапитализации банков (100 млрд. руб.) и компаний (150 млрд. руб.). Часть этой суммы (50–100 млрд. руб.) придется на выпуск нерыночных ГСО. В результате давление на вторичный рынок может оказаться не слишком серьезным. Более того, власти вполне могут запретить вторичное обращение бумаг, выпускаемых в целях рекапитализации. Таким образом, в настоящий момент объем предложения облигаций со стороны Минфина не выглядит

угрожающе для рынка корпоративных рублевых облигаций, емкость которого я оценила в 1,2 трлн. руб. (см. часть 2.1 данной работы) Вместе с тем, в случае, если цены на нефть окажутся недостаточно высокими для того, чтобы поддерживать бюджет на бездефицитном уровне, правительство может не только в полной мере реализовать свои планы по внутренним заимствованиям, но и выйти на рынок с дополнительными выпусками облигаций, составив тем самым конкуренцию корпоративным бумагам.

Между тем, чрезмерный рост цен на нефть также несет определенные риски для рынка рублевых корпоративных облигаций. На фоне роста поступлений Минфин может все же увеличить государственные расходы, спровоцировав тем самым рост инфляции, а в конечном итоге и доходностей. В целом, смягчение бюджетной политики только усилит зависимость государственных финансов от нефти, а значит, поставит под угрозу их стабильность. Более того, увеличение государственных расходов зарубежные инвесторы могут воспринять как знак окончания периода снижения процентных ставок, что вызовет отток иностранного капитала с российского рынка. В итоге оптимальный сценарий для российского долгового рынка – стабильность цен на углеводороды.

Таким образом, сегодня основными тенденциями на рынке рублевых корпоративных облигаций являются снижение доходностей, увеличение дюрации выпусков и рост объемов первичных размещений. В основе этих трендов лежат следующие причины:

- Восстановление банковского сектора;
- Снижение ставки рефинансирования ЦБ;
- Замедление инфляции;
- Укрепление рубля.

Ожидания того, что перечисленные факторы останутся в силе в 2010 г. дают основания полагать, что доходности в текущем году продолжат снижаться, активность на первичном рынке продолжит расти, а спрос на более длинные бумаги будет усиливаться. Более того, в случае, если

общеэкономическая ситуация в России останется стабильной, а цены на нефть не будут демонстрировать существенной волатильности, есть все основания ожидать, что в среднесрочной (до 2013-2014 гг.) рынок корпоративных рублевых облигаций продолжит активное развитие, будут расти объемы размещений и торговые обороты, постепенно снижаться стоимость заимствования для российских компаний. Вместе с тем нельзя исключать, что существующие на рынке проблемы и несовершенства не позволят обозначенным тенденциям в полной мере реализоваться.

2.3 Основные проблемы российского рынка корпоративных рублевых облигаций

Итак, на сегодняшний день российский рынок корпоративных облигаций имеет за спиной почти десятилетнюю историю. Продемонстрировав возможность к быстрому восстановлению после кризисных периодов, этот рынок, тем не менее, до сих пор имеет довольно большой потенциал роста и развития, и многие недостатки до сих пор не устранены, а проблемы не решены.

Развитие рынка корпоративных рублевых облигаций и решение существующих проблем является стратегически важной задачей для нашей страны, о чем свидетельствует содержание «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года», разработанной ФСФР и утвержденной распоряжением Правительства РФ от 29.12.2008 г. № 2043-р (далее – «Стратегия»). Согласно этому документу, одним из залогов ускоренного экономического развития является качественное повышение конкурентоспособности российского финансового рынка, в том числе рынка корпоративных облигаций. Стратегией определены ключевые количественные показатели, которые планируется достигнуть к 2020 г. путем реализации предложенных в данном документе мероприятий. В частности, запланировано увеличение стоимости корпоративных облигаций в обращении с 1,2 трлн. руб. на 01.01.2008 г. до 19 трлн руб. в 2020 г. Кроме того, в стратегии заложен рост соотношения стоимости корпоративных облигаций в обращении к валовому внутреннему продукту с 3,6% на начало 2008 г. до 12% в 2020 г.

В стратегии выделены три блока проблем, путем решения которых возможно будет достичь развития финансового рынка России и запланированных целевых показателей, в том числе на российском рынке корпоративных облигаций.

Первый блок проблем, обозначенный в стратегии, - недостаточная емкость и прозрачность финансового рынка, в том числе рынка рублевых

корпоративных долговых бумаг. С точки зрения ФСФР, существенным недостатком российского финансового рынка является малое участие населения – розничных инвесторов – в функционировании этого рынка. Вместе с тем присутствие населения на финансовом рынке является одним из признаков не только повышения уровня жизни в стране, но и показателем определенной зрелости финансового рынка, обеспечивающего трансформацию индивидуальных сбережений в необходимые экономике инвестиции. На сегодняшний день очень небольшая часть населения нашей страны в достаточной степени финансово грамотна и осведомлена о возможностях инвестирования средств в финансовые инструменты, в том числе в облигации. Кроме того, несовершенны механизмы защиты прав инвесторов. Так, отсутствуют необходимые компенсационные механизмы, требует доработки правовое регулирование порядка предложения финансовых услуг розничным клиентам. В результате привлечения индивидуальных инвесторов на рынок корпоративных облигаций удалось бы существенно повысить ликвидность этого рынка, а значит, с большой вероятностью снизить доходности – т.е. сократить стоимость заимствования для российских компаний, тем самым подстегнув их развитие и ускорив экономический рост.

С точки зрения ФСФР, важной проблемой в рамках недостаточной емкости и прозрачности рынка является неразработанность правового регулирования в сфере секьюритизации финансовых активов. Действительно, на сегодняшний день в нашей стране существует относительно консолидированная законодательная база лишь в отношении облигаций с ипотечным покрытием, хотя возможностей в сфере ценных бумаг, обеспеченных активами, очень много. Безусловно, необходимо развивать правовое поле для формирования этого рынка в России, однако мне кажется, что после событий 2008 г. потребуется еще какое-то время для того, чтобы вернуть доверие инвесторов к ипотечным и другим ценным бумагам, обеспеченным активами.

Кроме того, в Стратегии ФСФР ставит проблему отсутствия института собрания владельцев облигаций как механизма повышения емкости и прозрачности российского финансового рынка. Подобный институт мог бы существенно повысить уровень защищенности инвесторов, в том числе розничных. Когда в конце 2008 – начале 2009 гг. участились дефолты, эта проблема перешла из разряда потенциальных в разряд насущных. Естественно, существует огромное количество инвесторов в облигации каждого отдельно взятого эмитента, и в случае, если, например, эмитент объявляет дефолт, им практически невозможно самостоятельно объединиться и защитить свои права. Вместе с тем поодиночке вернуть свои деньги на сегодняшний день мало кому удавалось.

На сегодняшний день инвестиционное сообщество крайне обеспокоено этой проблемой, и готовится ряд изменений в законодательство, в результате которых на российском рынке должно появиться два новых института – представителя владельцев облигаций и общего собрания владельцев облигаций.

Второй блок проблем, обозначенный в Стратегии – недостаточно развитая и эффективная инфраструктура финансового рынка. С точки зрения рынка корпоративных облигаций, важным недостатком в рамках этого блока является тот факт, что существенные объемы торговли долговыми бумагами сконцентрированы на внебиржевом рынке, где инвесторы подвержены значительным рискам в силу того, в настоящий момент отсутствует необходимое правовое поле для регулирования такого рынка. Кроме того, сегодня вся биржевая торговля облигациями сосредоточена на ММВБ, тогда как в случае, если бы торговые операции с долговыми бумагами совершались и на РТС, конкуренция между двумя биржами создала бы почву для повышения эффективности их работы и снижения стоимости услуг.

Также в Стратегии ФСФР в качестве одной из причин недостаточной развитости российского финансового рынка упоминает отсутствие правовых условий эффективного функционирования института центрального

контрагента – стороны по сделке для каждого покупателя и продавца ценных бумаг. Кроме того, существует большой простор для совершенствования клиринговых и учетных институтов, в частности, необходимо разработать и внедрить действенные механизмы минимизации рисков в процессе деятельности клиринговых и учетных организаций, повысить прозрачность таких организаций, исключить участие учетных институтов в корпоративных конфликтах и т.д. Безусловно, проблема недостаточной развитости и эффективности учетно-клиринговой системы имеет большое значение для рынка корпоративных облигаций, поскольку несет в себе риски для успешного исполнения сделок на этом рынке как при первичных размещениях, так и в ходе вторичного обращения.

Третий блок проблем, затронутых в Стратегии, касается недостатков правового регулирования финансового рынка. В частности, ФСФР упоминает, что в настоящий момент не в полной мере разработана роль саморегулируемых организаций на рынке. Вместе с тем, нормы и правила, разрабатываемые саморегулируемыми организациями, нужны для дополнения и детализации норм государственного регулирования, в том числе на рынке корпоративных облигаций. Важной проблемой является длительный и сложный процесс регистрации выпусков облигаций, который потенциально можно было бы упростить, например, сократив объем информации, содержащейся в проспекте. За счет того, что сегодня регистрация выпуска длится долго, компании часто упускают благоприятный момент для выхода на рынок и в итоге занимают по более высоким ставкам, чем могли бы. Кроме того, в рамках третьего блока упоминается проблема несовершенного механизма раскрытия информации, что находится в непосредственной взаимосвязи с повышением прозрачности российского финансового рынка.

Безусловно, Стратегия, разработанная ФСФР, - целостный и перспективный инструмент, однако на мой взгляд, перечень предложенных в ней проблем и способов решений можно дополнить. В Стратегии изложены

главным образом общие проблемы рынка, тогда как ряд практических проблем, связанных в первую очередь с механизмом эмиссии и размещения корпоративных облигаций, остался неохваченным. Описанные далее проблемы были выявлены на основе предыдущего анализа рынка, рекомендации по их решению изложены в третьей главе работы. Устранение этих проблем позволит раскрыть потенциал развития рынка и упростить практику работы его основных участников.

Во-первых, необходим четкий механизм определения справедливой доходности при первичном размещении облигаций, который бы позволил соблюсти баланс интересов на рынке и дал возможность компаниям занимать по минимальной ставке, на которую готовы согласиться покупатели. Сегодня на рынке часто наблюдаются ситуации, когда в силу недостаточно эффективного маркетинга бумаги при размещении ее доходность сразу после начала вторичного обращения начинает падать, демонстрируя тем самым, что инвесторы были готовы купить эти облигации с меньшей ставкой купона. В результате заимствования для компаний становятся более дорогими, что может повлиять на их решение повторно выходить на рынок и тем самым сократить предложение облигаций и замедлить развитие публичного рынка долгового капитала.

Во-вторых, необходимо развитие простого и понятного инструмента повышения информационной прозрачности и открытости компаний для инвесторов, менее формального и более эффективного, чем, например, система раскрытия информации, о которой идет речь в Стратегии ФСФР. Для инвесторов важно узнать о компании в терминах, привычных для них и имеющих значение с точки зрения оценки кредитоспособности. Между тем, в этом инвестору не смогут помочь эмиссионные документы, содержащие очень формальную информацию и часто только отчетность по РСБУ отдельно по эмитенту, тогда как для потенциального покупателя облигаций важно видеть консолидированные результаты компании и ее дочерних обществ. Аналитические обзоры также не всегда могут оказать необходимую

помощь, особенно инвестору, который планирует приобрести облигации на первичном размещении. Как правило, аналитики пишут обзоры только по публичным компаниям, тогда как на рынок облигаций зачастую выходят непубличные заемщики. В таком случае может быть очень затруднительным найти какие-либо комментарии по финансовым результатам и устойчивости заемщика. В результате инвесторы менее активно приобретают облигации и требуют более высокую премию за риск. Таким образом, развитие понятного инструмента повышения прозрачности российских компаний – фактор как снижения стоимости заимствования для компаний, так и повышения комфорта инвесторов.

В-третьих, важным является развитие удобного инструмента краткосрочных и среднесрочных заимствований на публичном рынке долгового капитала. Как уже было отмечено выше, сегодня регистрация выпусков облигаций занимает длительный период времени, в результате чего компании могут упустить благоприятный момент для выхода на рынок. Это особенно важно для краткосрочных заимствований, в которых, как правило, возникает срочная необходимость. Развитие инструмента, позволяющего в короткие сроки подготовиться к размещению, особенно важно в периоды не до конца стабилизировавшейся экономической ситуации.

Таким образом, на сегодняшний день рынок рублевых корпоративных облигаций имеет большой потенциал развития и многие проблемы до сих пор не решены. В частности, необходимо продолжить расширение емкости этого рынка и повышение его прозрачности, совершенствовать его инфраструктуру и правовое регулирование. Кроме того, важно развить систему корректного ценообразования на первичном рынке облигаций; распространить простой и понятный инструмент информирования рынка о компании, который мог бы служить основанием для принятия инвестиционных решений; развить удобный инструмент привлечения кратко- и среднесрочного финансирования.

Основные проблемы развития рынка корпоративных рублевых облигаций

Охваченные Стратегией ФСФР

Недостаточная емкость и прозрачность рынка	Недостаточная развитая и эффективная инфраструктура рынка	Несовершенное правовое регулирование рынка
---	--	---

Источник: ФСФР

Выявленные в ходе анализа

Несовершенное ценообразование при первичном размещении корпоративных облигаций	Необходимость в простом и понятном для инвесторов инструменте раскрытия информации о заемщиках	Необходимость в распространении удобного инструмента привлечения кратко- и среднесрочного долгового финансирования
---	---	---

Источник: результаты анализа

Рисунок 11. Основные проблемы развития рынка корпоративных рублевых облигаций

3. Концепция развития российского рынка корпоративных облигаций

3.1 Перспективные направления развития российского рынка корпоративных облигаций

В настоящий момент рынок корпоративных облигаций является перспективным сегментом российского финансового рынка. С учетом наблюдающихся тенденций – снижения ставки рефинансирования, замедления инфляции, укрепления рубля – будущее этого рынка воспринимается его участниками позитивно.

Тем не менее на сегодняшний день рынку корпоративных облигаций присущ ряд проблем, решение которых поспособствовало дальнейшему ускоренному развитию и росту на этом рынке. Так, необходимо расширить емкость и прозрачность этого рынка. Важным является развитие и адаптация к потребностям инвесторов и эмитентов. Требуется совершенствования система правового регулирования российского публичного рынка долгового капитала, в частности, в вопросах, связанных с регистрацией выпусков облигации, раскрытия информации, взаимодействия с саморегулируемыми организациями. Необходимые для решения вышеперечисленных проблем мероприятия разработаны ФСФР и описаны в Стратегии развития финансового рынка.

Помимо проблем, разработанных ФСФР, на рынке рублевых корпоративных облигаций есть и другие проблемы. В частности, необходимо развитие и распространение более справедливого ценообразования на рынке рублевых облигаций. На мой взгляд, это возможно осуществить путем дальнейшего распространения практики размещения облигаций путем букбилдинга (перспективы распространения см. раздел 3.2 настоящей работы).

Кроме того, важным для дальнейшего развития рынка является распространение понятного инвесторам инструмента раскрытия информации и повышения прозрачности компании, который бы позволял инвесторам принимать более рациональные и информированные решения и требовать

меньшую премию за риск при первичном размещении. Таким инструментом могут стать кредитные рейтинги (перспективы использования инструмента см. раздел 3.3 настоящей работы).

Дальнейшему успешному развитию российского рынка облигаций также будет способствовать распространение удобного инструмента быстрого привлечения кратко- и среднесрочных заимствований. Сегодня таким инструментом являются биржевые облигации. Распространение практики размещения биржевых облигаций и их совершенствование смогут создать большой комфорт для заемщиков и стимул для выхода на рынок, что окажет положительное влияние на предложение на рынке рублевых корпоративных облигаций (перспективы использования инструмента см. раздел 3.4 настоящей работы).

Формат предложенной концепции развития рынка корпоративных облигаций носит дополнительный по отношению к Стратегии характер. Концепция усиливает эффективность реализации Стратегии за счет активизации целого комплекса дополнительных факторов (повышения справедливости ценообразования на первичном рынке облигаций, прозрачности эмитентов для инвесторов и простоты выпуска облигаций для компаний). Содержание концепции определяет, конкретизирует и обосновывает предлагаемые дополнительные инструменты повышения эффективности функционирования российского рынка корпоративных облигаций. Конкретный перечень мероприятий по использованию указанных инструментов может быть разработан в качестве отдельного стратегического документа в рамках регулятивных функций и полномочий ФСФР России.

3.2 Перспективы применения бук-билдинга как формата размещения рублевых корпоративных облигаций

На сегодняшний день на российском рынке корпоративных облигаций существует два возможных формата размещения – аукцион и бук-билдинг, при этом последний появился не так давно, в начале 2008 г. Бук-билдинг обладает рядом преимуществ в сравнении с аукционом, за счет которых способствует решению ряда проблем и совершенствованию рынка корпоративных рублевых облигаций. В частности, бук-билдинг способствует более корректному ценообразованию на первичном рынке облигаций, решает проблему ликвидности на вторичном рынке за счет более равномерного распределения выпуска между инвесторами и расширяет емкость рынка за счет инвесторов, в том числе иностранных, для которых бук-билдинг является более удобным и привычным форматом. Преимущества рассматриваемого формата размещения и его способность решить вышеописанные проблемы вытекают из различий в механизмах функционирования бук-билдинга и аукциона.

Механизм аукциона по размещению облигаций состоит в следующем. За пять дней до проведения аукциона эмитент раскрывает дату и время размещения. В установленное время происходит сбор заявок от инвесторов, после чего в тот же день устанавливается ставка отсечения (или цена отсечения, в зависимости от того, проводится аукцион по купону или по цене). В итоге удовлетворяются все заявки, которые были поданы по ставке (цене) отсечения или ниже (выше). Таким образом, и сбор заявок, и непосредственно размещение проходят в один день.

Что касается бук-билдинга, то он работает иначе. Само название (book-bulding) переводится как «построение книги». Все начинается с открытия книги заявок, то есть с объявления организатором готовности принимать заявки инвесторов на покупку облигаций. Так же, как и в случае проведения аукциона, перед открытием книги устанавливается индикативный диапазон купона (цены). При этом, в отличие от аукциона, нет каких-либо

законодательно установленных сроков, за которые нужно раскрыть информацию об открытии книги. Теоретически эмитент может принять решение о начале сбора заявок и в тот же день открыть книжку. Книга может быть открыта в течение неограниченного количества времени. В существующей практике сбор заявок длится около 10 дней для эмитентов первого эшелона и две – две с половиной недели для эмитентов более низкого кредитного качества. При этом ведение книги предоставляет максимальную гибкость для заемщика – ее закрытие может переноситься как на более поздние сроки, так и на более ранние. Соответственно, в случае, если заемщику не удастся собрать необходимое количество заявок в объявленный период времени, он может этот период удлинить. Если, наоборот, выпуск пользуется большой популярностью у инвесторов, то нет смысла ждать и можно закрывать книжку раньше срока.

В ходе формирования книги при наличии достаточного спроса можно снизить ставку. Например, если до открытия книги индикативный диапазон купона был установлен на уровне 9-9,5%, но через пару дней после ее открытия наблюдается значительный спрос по ставке 9%, то это явный знак того, что инвесторы готовы покупать и ниже. Поэтому можно сдвинуть индикативный диапазон, например, до 8,75-9,25%. Так диапазон можно снижать неограниченное количество раз, пока есть достаточный для этого спрос. В итоге книга закрывается по некой определенной ставке, которая раскрывается в прессе и по которой потом проходит непосредственно само размещение.

Важно отметить, что заявки потенциальных инвесторов носят характер оферты и не накладывают никаких обязательств до момента акцепта этих оферт эмитентом. Акцепт происходит, как правило, через два дня после закрытия книжки. Этот день и является днем размещения, тогда же проводятся все расчеты по бумагам.

Основная особенность бук-билдинга заключается в том, что после сбора заявок заемщик сам выбирает, какие заявки удовлетворять и в каком

объеме. Как правило, все инвесторы, подавшие заявки по ставке закрытия книги или ниже, получают определенное количество облигаций при размещении, однако этот объем может быть меньше обозначенного в их заявке.

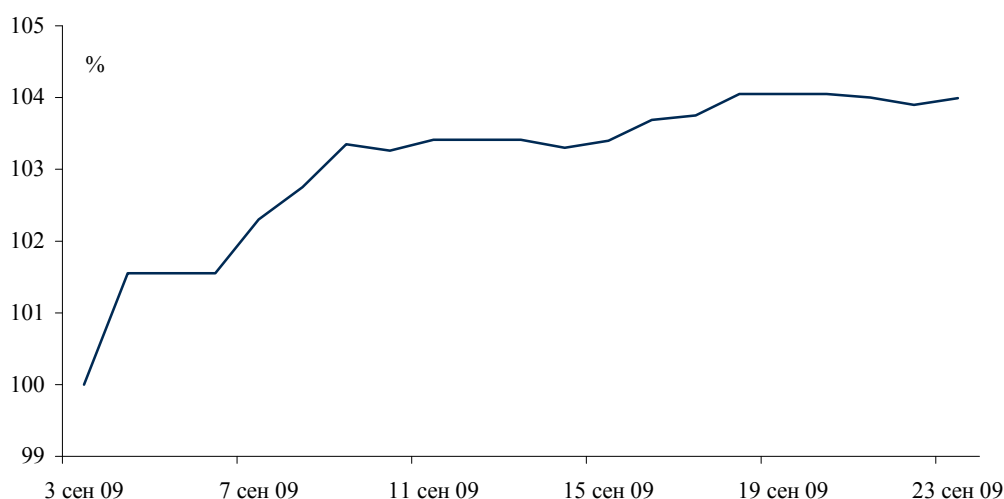
Таким образом, бук-билдинг обладает рядом преимуществ для заемщиков. В первую очередь, по причине гибкости маркетинга по срокам. У заемщика есть время оценить спрос и текущую рыночную ситуацию и понять, какой именно момент наиболее благоприятен для размещения.

Крайне важным преимуществом этого формата размещения в глазах заемщика является контроль аллокации выпуска. Редко случается такое, что заемщик полностью отвергает ту или иную заявку, однако и такое возможно по неким политическим причинам. Чаще всего заемщик просто стремится максимально равномерно распределить облигации между разными категориями инвесторов с тем, чтобы обеспечить выпуску максимальную ликвидность и создать адекватный ориентир для дальнейших заимствований. В отличие от бук-билдинга, в ходе аукциона есть большой шанс, что один крупный инвестор купит почти весь выпуск и будет держать его, что не позволит обеспечить достаточных объемов вторичных торгов не только для поддержания доходности на невысоком уровне, но и, например, для включения выпуска в тот или иной котировальный список (одним из условий включения бумаг в котировальные списки является поддержания опеределенных торговых оборотов на вторичном рынке).

Более того, в случае размещения в формате бук-билдинга отпадает необходимость в формировании синдиката андеррайтеров. При использовании схемы бук-билдинга маркетинг длится довольно долго, и одному-двум организаторам вполне под силу справиться с процессом. В целом, синдикат – искаженная форма бук-билдинга, однако его участники, как правило, берут комиссию за участие в размещении. Поэтому отказ от синдиката, по сути, означает снижение издержек заемщика и организатора.

Очень важно, что при проведении бук-билдинга организаторам удается более эффективно установить индикативный диапазон по купону. Причина тому – опять же более длительный и более тщательный маркетинг, в ходе которого у организаторов есть возможность более адекватно оценить спрос, чем в случае применения схемы аукциона. Результатом становится, как правило, более низкая и соответствующая рыночной ситуации ставка купона. В качестве примера целесообразно рассмотреть два выпуска облигаций, один из которых размещался через аукцион, другой – через бук-билдинг.

Как пример выпуска облигаций, размещенных через аукцион, возьмем выпуск АФК Системы серии 2. Объем – 20 млрд. руб., дата размещения – 18.08.2009 г., начало вторичного обращения – 04.09.2009 г., ставка купона – 14,75%. Оценим, как менялась цена облигаций этого выпуска после начала вторичного обращения.



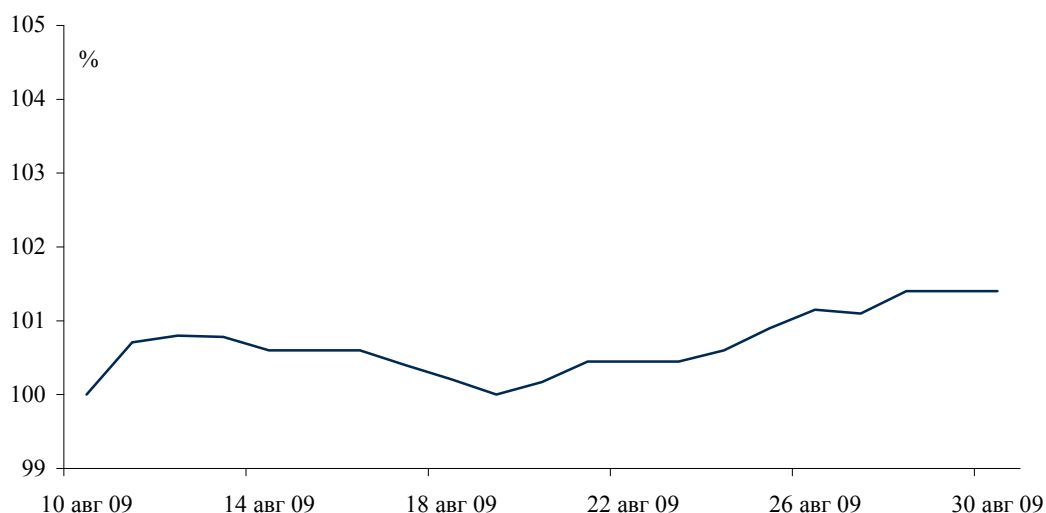
Источник: Bloomberg

Рисунок 12. Динамика цены облигаций АФК Система, 2

Видно, что в течение ближайших двух недель цена выросла на 369 б.п., в течение трех недель – на 399 б.п. При этом рынок оставался стабильным. Быстрый рост цены говорит о стремительном падении доходности. Это свидетельствует о том, что в момент размещения рынок воспринимал бумагу как более дорогую с точки зрения цены, а значит, более дешевую с точки зрения купона. Таким образом, эмитент мог привлечь заемные средства по

более низкой ставке, однако механизм аукциона не позволил организаторам корректно оценить справедливый уровень доходности для размещаемых бумаг.

Теперь рассмотрим выпуск облигаций Лукойла серии БО-3 размещенный 10 августа 2009 г. в формате бук-билдинг. И этот, и приведенный выше выпуск АФК Системы абсолютно стандартные и схожи по структуре. Начало вторичного обращения совпало с датой размещения, поскольку размещение проходило в котировальный список В. Объем выпуска составил 5 млрд. руб., ставка купона была зафиксирована на уровне 13,35%. Рассмотрим динамику цены этих облигаций после размещения.



Источник: Bloomberg

Рисунок 13. Динамика цены облигаций Лукойл БО-3

В течение трех недель после размещения цена облигаций колебалась в пределах 150 б.п., через две недели прибавив 45 б.п., а через три – 140 б.п. Следовательно, доходность выпуска в этот период оставалась стабильной. Значит, организатор в ходе маркетинга смог установить диапазон купона, адекватный рыночной ситуации, и инвесторы точно не купили бы эти бумаги с более низким купоном.

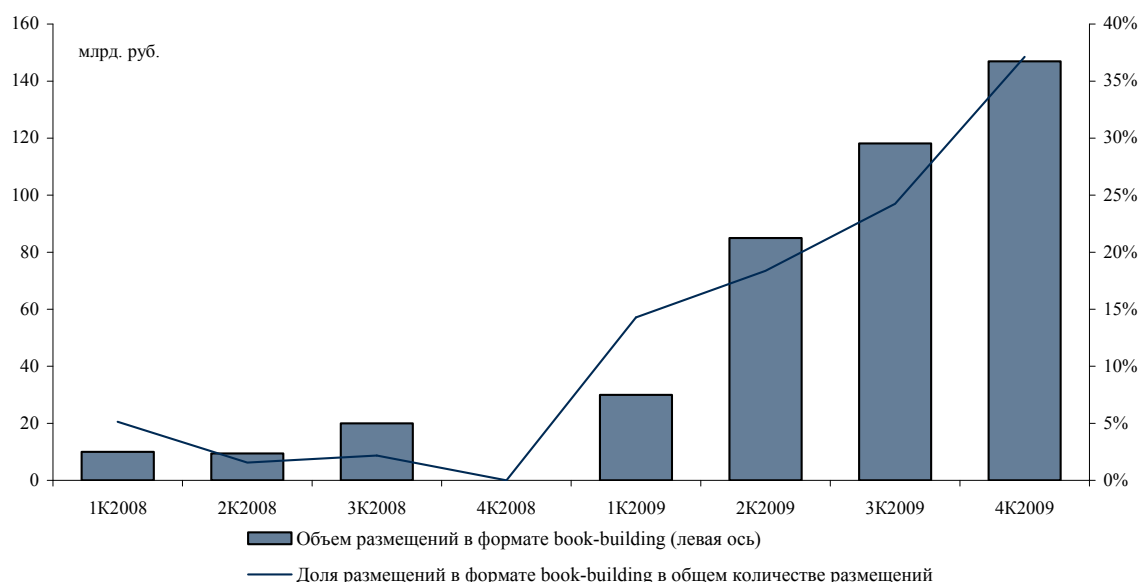
Таким образом, основным преимуществом бук-билдинга в сравнении с аукционом является возможность проведения более корректного

ценообразования и, как следствие, размещения облигаций по более низкой ставке купона.

С точки зрения инвесторов бук-билдинг обладает очень важным плюсом. До момента размещения инвесторам становится известно, какую аллокацию они получили и получили ли ее вообще. При использовании схемы аукциона возможна ситуация, когда инвестор, зарезервировавший средства под покупку облигаций, не получает ничего или получает несравнимо меньше, чем он рассчитывал. В таком случае он весьма надолго зря отвлекает средства из оборота. В случае проведения размещения в формате бук-билдинга такое невозможно, поскольку перед размещением все точно знают, какой объем денежных средств понадобится для расчетов.

Это имеет особенно большое значение для иностранных инвесторов, поскольку для них существует еще и валютный риск – им необходимо не только резервировать средства, но и конвертировать их из своей национальной валюты в рубли. Поэтому, безусловно, они более охотно участвуют в размещениях по бук-билдингу. Дополнительная причина приверженности зарубежных инвесторов этому формату размещения состоит в том, что во всем мире корпоративные облигации размещают именно с использованием этой схемы. Более того, именно через бук-билдинг размещаются еврооблигации и проходит большинство публичных размещений акций.

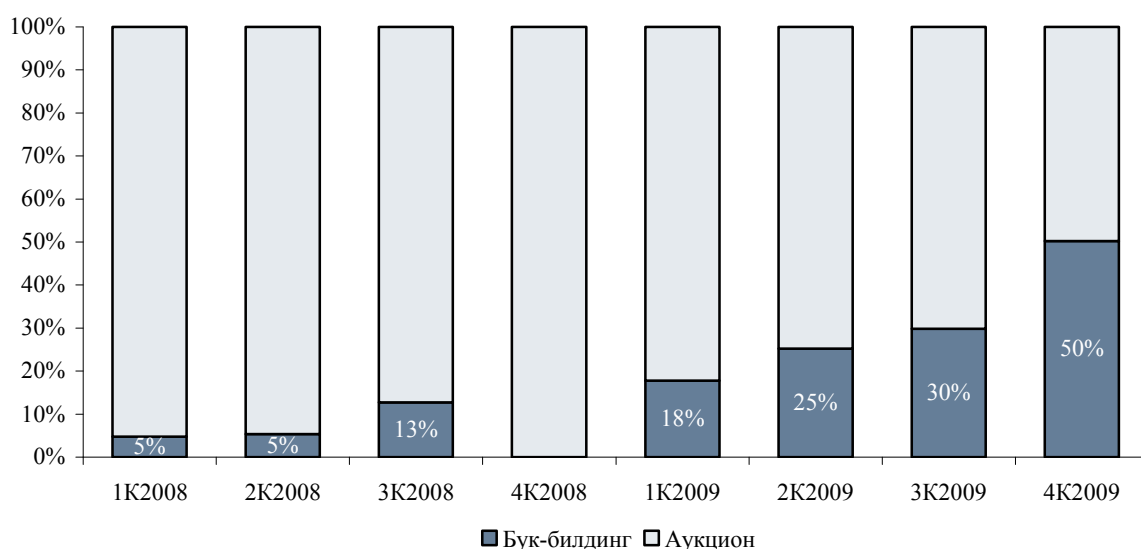
В нашей стране корпоративный рынок долговых инструментов унаследовал аукцион от ГКО/ОФЗ, которые на заре развития рынка рублевых облигаций на этом рынке преобладали. История бук-билдинга в нашей стране очень коротка – первая сделка в этом формате состоялась в феврале 2008 г. Это было размещение облигаций ТГК-10 серии 02 на сумму 5 млрд. руб. Первым размещением долговых бумаг эмитента первого эшелона с использованием схемы бук-билдинга стал выпуск облигаций РЖД в мае 2009 г. объемом 15 млрд. руб.



Источник: Factiva, Cbonds

Рисунок 14. Динамика размещений облигаций в формате бук-билдинг и их доли в общем количестве размещений

Первое время после своего появления на рынке рублевых корпоративных облигаций бук-билдинг не имел большой популярности. В настоящий момент этот формат размещения становится все более востребованным, о чем свидетельствует статистика. Если в первом квартале 2008 г. по схеме бук-билдинга было размещено облигаций на 10 млрд. руб., то во втором квартале 2009 г. размещения в этом формате прошли уже на сумму 85 млрд. руб., а в четвертом квартале – на 147 млрд. руб. (см. Рисунок 14 и Приложение Д). Растет и доля размещений через бук-билдинг в общем количестве и в суммарном объеме сделок. В первом квартале 2008 г. доля выпусков по этой схеме как в общем количестве размещений, так и в совокупном объеме выпусков составила 5%, по итогам четвертого квартала их доля достигла 37% и 50%, соответственно.



Источник: Factiva, Cbonds

Рисунок 15. Динамика доли размещений в формате бук-билдинг в общем объеме размещений

Таким образом, значение формата бук-билдинг на сегодняшний день продолжает расти. Эта схема обладает целым рядом преимуществ как для заемщиков, так и для инвесторов:

- Возможность установления более справедливой и соответствующей рынку ставки купона;
- Контроль аллокации;
- Гибкость в сроках сбора заявок;
- Сокращение затрат на организацию займа за счет отсутствия необходимости формировать синдикат;
- Отсутствие необходимости для инвестора резервировать излишние средства.

В случае, если рассмотренный формат размещения станет абсолютно преобладать на рынке рублевых облигаций, ценообразование при первичных размещениях станет более справедливым, что позволит сократить стоимость заимствования для компаний и создаст дополнительный стимул для выхода на рынок, наряду с сокращением издержек на подготовку к размещению. В результате корректного распределения облигаций среди инвесторов

повысится ликвидность рынка. Удобство бук-билдинга для инвесторов привлечет в том числе иностранных покупателей.

3.3 Перспективы использования кредитного рейтинга как инструмента повышения прозрачности и снижения стоимости заимствования для компаний на рынке рублевых облигаций

Кредитный рейтинг – независимая оценка кредитоспособности эмитента, его возможности и готовности своевременно и в полном объеме выполнять финансовые обязательства. Кредитные рейтинги могут также отражать кредитное качество того или иного долгового обязательства – например, корпоративных или муниципальных облигаций, а также относительную вероятность дефолта по таким обязательствам.

Кредитный рейтинг на сегодняшний день представляет собой простую и понятную систему раскрытия информации о компании и выражения мнения о ее кредитоспособности. Рейтинговые агентства в своих отчетах отражают информацию о компаниях в привычных для инвесторов в долговые бумаги терминах. Кроме того, наличие кредитного рейтинга является важным фактором снижения стоимости заимствования для компаний. Таким образом, большее распространение рейтингов и их использование как критерия устойчивости компании позволило бы сделать рынок корпоративных облигаций более прозрачным и более доступным в том числе для заемщиков второго-третьего эшелона.

Кредитные рейтинги — это отражение мнения об относительном уровне кредитного риска, но не советы по инвестированию; это — один из факторов, который инвестор может учитывать, принимая то или иное инвестиционное решение. Кроме того, кредитные рейтинги — это не индикаторы рыночной ликвидности долговой ценной бумаги или ее стоимости на вторичном рынке, равно как и не гарантии кредитного качества или «предсказатели» будущего кредитного риска. Это мнение, однако мнение достаточно авторитетное для того, чтобы оказывать существенное влияние на восприятие бумаги или эмитента заемщиком.

Как правило, в расчет берутся только рейтинги, присвоенные тремя международными агентствами – Standard & Poors, Moody's Investor Service и

Fitch Ratings. При этом в мире насчитывается более сотни рейтинговых агентств, однако эти – старейшие и наиболее уважаемые.

Агентство Standard & Poors было образовано в 1941 г. в результате слияния компаний Poor's Publishing Company (основана в 1867 г.) и Standard Statistics (основана в 1906 г.). Standard & Poors располагает широкой сетью офисов в 21 стране мира и штатом из 6 300 сотрудников, в их числе - более 1 500 аналитиков. Агентство входит в корпорацию McGraw-Hill, в которую помимо него входят такие известные издания, как Business Week, Aviation Week, Platts. В России Standard & Poors присутствует с 1998 г.

Алгоритм присвоения рейтинга несложен. После подписания соглашения с агентством аналитики агентства прорабатывают большой массив информации о компании, используя как то, что есть в публичном доступе, так и специально запрошенные у компании данные. Кроме того, аналитики проводят встречу с менеджментом компании, при необходимости выезжают на объекты. Для анализа компании агентству необходимы данные, описывающие:

- специфику бизнес-модели компании;
- динамику финансовых и операционных показателей компании, консервативную оценку программы плановых инвестиций, сильные стороны менеджмента и системы корпоративного управления;
- причины возникновения различий с показателями сравнимых конкурентов при наличии таковых.

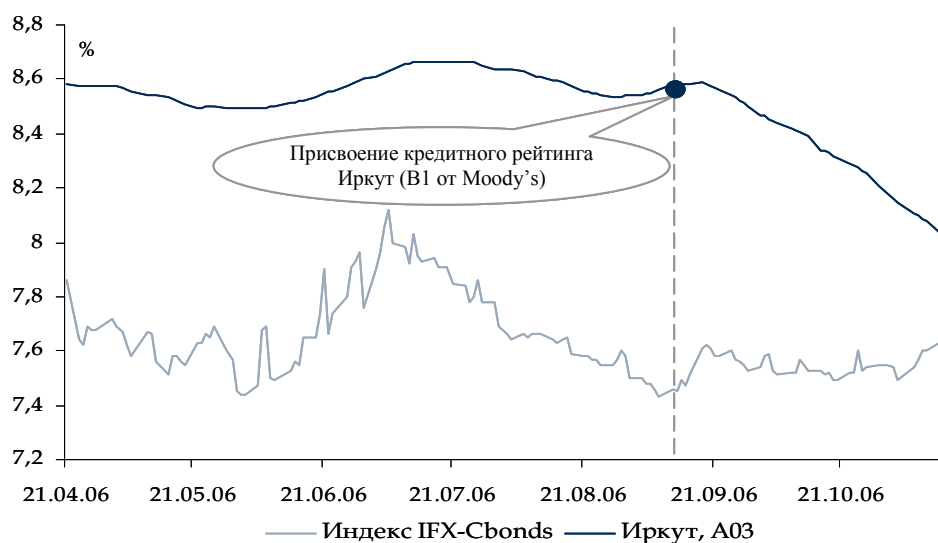
После анализа проходит рейтинговый комитет, на котором принимается решение о том, какой рейтинг будет присвоен. После этого о решении сообщается компании. Компания может опубликовать рейтинг или отказаться от него. В случае, если компания соглашается раскрыть рейтинг, она на ежегодной основе будет осуществлять платежи рейтинговому агентству. Если компания отказывается от рейтинга, она уплачивает

агентству только вознаграждение за проведенную работу, согласованное сторонами.

Существует несколько причин, за счет которых происходит снижение стоимости заимствования для компаний с рейтингом. В первую очередь, это независимая оценка состояния компании с точки зрения ее долговой нагрузки и ликвидности. При этом любой желающий может ознакомиться с механизмом присвоения рейтинга, поскольку методологии рейтинговых агентств находятся в публичном доступе – размещены на сайтах агентств. Таким образом, если эта оценка положительна – рейтинг присвоен на уровне, сопоставимом с отраслью, или даже выше, то это сигнал для рынка о том, что компания устойчива и кредитоспособна. Кроме того, повышается уровень информационной прозрачности компании, поскольку агентства регулярно проводят мониторинг компании и публикуют рейтинговые отчеты, где раскрывают основные финансовые показатели и коэффициенты, на которые они опирались при анализе. Мониторинг проводится как на регулярной основе (примерно раз в год), так и в случае наступления существенных событий, оказывающих значительное влияние на рейтинговые метрики и кредитное качество компании. Например, после приобретения и консолидации актива с большим долгом.

Кредитный рейтинг может положительно повлиять на стоимость заимствования в ряде ситуаций. Предположим, у компании уже есть торгуемые облигации. Когда на рынке появляется новость о том, что компании присвоен рейтинг, инвесторы начинают смотреть на нее и ее долговые бумаги более позитивно, и доходности ее облигаций снижаются. При первичном размещении облигаций справедливая доходность определяется в том числе исходя из того, как торгуются существующие долговые бумаги компании. Поэтому кредитный рейтинг способствует созданию более низкого ориентира для будущих заимствований. В поддержку данного тезиса рассмотрим два примера.

В сентябре 2006 г. международное рейтинговое агентство Moody's присвоило Корпорации «Иркут» рейтинг на уровне В1. В то же время на рынке присутствовал в обращении выпуск облигаций Иркут серии А03. После присвоения рейтинга доходность облигаций Иркут, А03 за месяц снизилась на 50 б.п. Ситуация на рынке при этом оставалась стабильной - рыночный индекс (IFX-Cbonds) колебался в пределах 15 б.п.

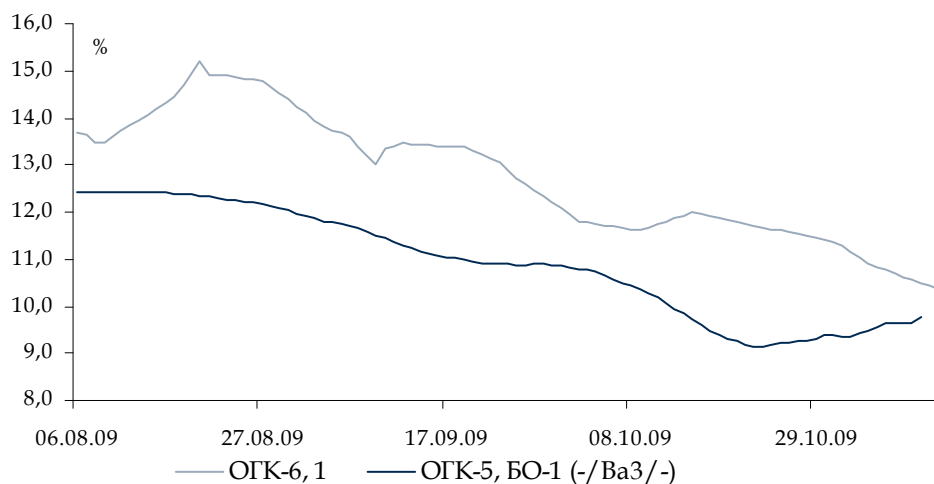


Источник: Bloomberg, Cbonds

Рисунок 16. Динамика доходности облигаций Иркут, А03

Сравним уровни доходности облигаций сопоставимых эмитентов. Для сопоставления выберем две максимально сравнимые компании, например, ОГК-5 и ОГК-6. Обе компании оперируют в одной отрасли, имеют сопоставимый масштаб бизнеса и сравнимые финансовые результаты. И ОГК-5, и ОГК-6 имеют сильного акционера (Enel и Газпром, соответственно). Рассмотрим выпуски облигаций ОГК-5 серии БО-1 и ОГК-6 серии 1. Эти выпуски имеют сопоставимые объемы (2 и 5 млрд. руб., соответственно) и практически одинаковую дюрацию. Единственное существенное различие состоит в том, что ОГК-5 присвоен рейтинг от Moody's на уровне Ва3, а у ОГК-6 рейтинг отсутствует. В результате с момента начала обращения облигации ОГК-5, БО-1 торговались с дисконтом по доходности к ОГК-6, 1 на уровне от 60 до 290 б.п. Таким образом, сегодня

ОГК-5 может привлечь финансирование на публичном рынке долгового капитала по более низким ставкам, чем ОГК-6, несмотря на то, что компании обладают схожим кредитным качеством. Определяющий фактор – кредитный рейтинг.



Источник: Bloomberg, Cbonds

Рисунок 17. Динамика доходностей облигаций ОГК-5 и ОГК-6

Многие компании второго-третьего эшелонов решают получить рейтинг перед выходом на рынок долгового капитала. Часто в отсутствие рейтинга компании невысокого кредитного качества, не раскрывающие большого количества о себе, не могут разместить облигации в силу своей непрозрачности для инвесторов. Примером получения рейтинга в целях выхода на рынок долгового может служить ГК «Виктория», сеть розничной торговли. Компания обладает весьма сложной и запутанной организационной структурой и невысоким уровнем открытости для инвесторов. В таком состоянии компании было бы практически невозможно разместить облигации. Однако перед размещением компании был присвоен рейтинг от Fitch, после чего ей удалось выйти на рынок.

Помимо непосредственного влияния на доходность, рейтинг может оказывать косвенное влияние на стоимость заимствования компаний. Так, например, наличие кредитного усиливает переговорные позиции компании в отношениях с банками-кредиторами, что может стать фактором повышения

кредитного качества компании и снижения средневзвешенной стоимости совокупных привлеченных долговых средств, что также является ориентиром при определении справедливой доходности при первичном размещении облигаций.

Рейтинг является одним из условий включения долговых бумаг в Ломбардный список. Ломбардный список – это перечень ценных бумаг, принимаемых Банком России в качестве залога при предоставлении ломбардного кредита. Включение облигаций в Ломбардный список – важный фактор привлекательности для инвесторов, высокой ликвидности выпуска и, соответственно, более низкой доходности. Помимо Ломбардного списка, кредитный рейтинг требуется для включения облигаций в котировальный список А1.

В целях дальнейшего успешного развития рынка рублевых корпоративных облигаций необходимо дальнейшее внедрение и распространение кредитных рейтингов как удобных инструментов повышения прозрачности и снижения стоимости заимствования для компаний. Сегодня рейтинг используется главным образом инвесторами в целях анализа положения компаний. Однако рейтинги могли бы стать инструментом и критерием, задействованным в правовой практике. Так, в результате недавних изменений, внесенных в Закон «О рынке ценных бумаг», наличие кредитного рейтинга является одним из условий отсутствия необходимости в поручительстве при размещении классических рублевых облигаций. Вместе с тем, в законе пока не определено, какой именно рейтинг требуется для того, чтобы не было необходимости в привлечении поручителя. Таким образом, после внесения соответствующих уточнений, кредитный рейтинг начнет использоваться как критерий устойчивости в правовой сфере. Возможным было бы также ослабление требований по раскрытию информации при регистрации выпусков облигаций. Внедрив кредитные рейтинги в правовую систему рынка облигаций, регуляторы смогли бы вести более конструктивный диалог с инвесторами, для которых

рейтинг является более понятным и справедливым критерием, чем, например, стоимость чистых активов эмитента по соло-отчетности по РСБУ.

3.4 Возможности развития перспективных инструментов: биржевые облигации

Особенности эмиссии и обращения биржевых облигаций определены ст. 27.5.2. Федерального закона от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Кроме того, Приказом ФСФР от 25 января 2007 г. N 07-4/пз-н «Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» более подробно определены Особенности эмиссии биржевых облигаций (раздел 6.8.). Требования к содержанию Проспекта биржевых облигаций определяются п. 3.12. Приказа ФСФР от 10 октября 2006 г. N 06-117/пз-н «Об утверждении положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг».

Распространение биржевых облигаций на российском публичном рынке долгового капитала и дальнейшая адаптация этого инструмента к потребностям участников рынка позволит заемщикам разных отраслей и эшелонов быстро и комфортно

Для этого инструмента предусмотрено исключительно биржевое обращение. Первоначально биржевые облигации создавались для привлечения краткосрочного финансирования высококачественными заемщиками. Фактически биржевые облигации – российский аналог распространенных на западе коммерческих бумаг. Между тем на сегодняшний день возможные сроки обращения удлинились, а выпускать эти бумаги могут не только эмитенты первого эшелона.

Данный инструмент обладает как преимуществами, так и ограничениями в сравнении с классическими облигациями.

Одним из преимуществ биржевых облигаций является неограниченный срок жизни проспекта. Для классических рублевых облигаций проспект эмиссии нет необходимости перерегистрировать в течение 1 года. В случае с биржевыми облигациями у заемщика есть возможность зарегистрировать в одном проспекте программу заимствований на значительный объем и потом размещать отдельные транши в любое удобное время, когда в этом возникает

необходимость. Подготовка и регистрация проспекта – это и временные, и денежные затраты. Для его написания требуется привлечение финансового консультанта, а также усилия сотрудников компании-заемщика. Помимо работы финансового консультанта оплачивается и сама регистрация. Неограниченность срока жизни проспекта биржевых облигаций избавляет заемщика от дополнительных денежных и временных расходов, а также предоставляет максимальную гибкость в выборе времени привлечения займов.

Вторым важным преимуществом биржевых облигаций перед классическими является быстрые сроки выхода на размещение. Подготовка к размещению биржевых облигаций занимает около месяца, классических рублевых облигаций – не менее 2,5 месяцев. Основным фактором сокращения времени организации являются более короткие сроки регистрации решения о выпуске и проспекта – меньше недели, тогда как для классических облигаций этот срок составляет около месяца. Регистрацию эмиссионных документов для выпуска биржевых облигаций осуществляет ММВБ, а для классических – ФСФР. Длительность подготовки к размещению часто является ключевым фактором при выборе между классическими и биржевыми облигациями, поскольку опять же предоставляет заемщику существенную гибкость в привлечении финансирования.

Дополнительным плюсом биржевых облигаций является отсутствие необходимости в поручительстве. Однако для того, чтобы оставить интересы инвесторов защищенными, законодательство предусматривает ряд требований к эмитентам биржевых облигаций.

Биржевые облигации могут выпускать только те компании, акции/облигации которых включены в котировальный список биржи. До 2008 года эмитентами могли выступать только открытые акционерные общества, акции которых включены в котировальные списки, однако после введенных в 2008 году изменений в законодательство выпускать биржевые

облигации могут также и общества с ограниченной ответственностью, чьи облигации находятся в составе котировальных списков.

Эмитентом биржевых облигаций могут выступать только те компании, срок существования которых превышает три года. Для размещения классических облигаций в список В эта планка – 6 месяцев. Обязательным требованием является наличие утвержденной бухгалтерской отчетности за последние два года. Если эмитент удовлетворяет этим требованиям, есть определенная уверенность в его устойчивости и обеспечен некий уровень информационной прозрачности. Однако с учетом этих требований отсутствие необходимости в поручительстве, которое так часто называют плюсом биржевых облигаций, теряет силу, поскольку эмитент биржевых облигаций в любом случае должен иметь ценные бумаги в котировальном списке. Тогда даже если он выпускает классические облигации, согласно текущему законодательству необходимости в привлечении поручительства нет.

Наличие перечисленных требований не мешает компаниям-«пустышкам», специально созданным юридическим лицам, выходить на рынок с биржевыми облигациями. Пример – ООО «Спортмастер Финанс», которое входит в состав Группы компаний «Спортмастер» и было создано специально для выпуска классических облигаций. Эта компания была создана в начале 2007 г., то есть три года назад. Выпущенные ей облигации до сих пор находятся в обращении и включены в котировальный список ММВБ. Поскольку у компании есть облигации в обращении, она должна выпускать ежеквартальные отчеты, содержащие бухгалтерскую отчетность. Облигации были выпущены в 2007 г., значит, у ООО «Спортмастер Финанс» точно есть отчетность за последние два года, как требует законодательство. Таким образом, ООО «Спортмастер Финанс» полностью удовлетворяет всем требованиям, предъявляемым к эмитентам биржевых облигаций.

Этот пример демонстрирует, что недавние изменения в законодательстве, расширившие ряд случаев, в которых привлечение

поручительства для выпуска классических облигаций не требуется, а также отсутствие необходимости в поручительстве при выпуске биржевых облигаций, практически никак не меняют ситуацию. Допустим, ООО «Спортмастер Финанс» существует три года, регулярно публикует отчетность и ее ценные бумаги включены в котировальный список. Тем не менее эта компания не осуществляет операционной деятельности и фактически не имеет активов, что прекрасно видно из отчетности. В отсутствие поручительства ни один инвестор не купит бумаги этого эмитента, поэтому несмотря на формальное отсутствие необходимости, в случае еще одного размещения облигаций ООО «Спортмастер Финанс» все равно будет привлекать поручителей.

С биржевыми облигациями связан ряд ограничений. Первое и основное связано со сроком обращения, который не может превышать 3 лет, а до изменений, внесенных в Закон «О рынке ценных бумаг» в 2008 г., он не мог превышать 1 года. Наряду с возможностью только биржевого обращения, ограничение срока обращения определяет природу биржевых облигаций как инструмента привлечения краткосрочного финансирования.

Текущее законодательство не предусматривает возможность размещения биржевых облигаций путем конвертации. Пусть существует компания А, которая имеет биржевые облигации в обращении. В результате реструктуризации компании, вместо А начинают существовать две компании – Б и В. Правильным было бы конвертировать биржевые облигации компании А в биржевые облигации компаний Б и/или В. Тем не менее, в настоящее время это невозможно. Такие ситуации возникают нечасто, однако они случаются, и пока не совсем понятно, что в таком случае следует делать.

Эмитентами биржевых облигаций могут выступать исключительно корпоративные заемщики. Субъектам федерации и муниципалитетам путь на этот рынок пока закрыт. С большой вероятностью этот инструмент еще долгое время будет оставаться средством привлечения долгового финансирования только для компаний. Вместе с тем данный инструмент мог

бы также стать удобным инструментом привлечения заимствований для субфедеральных и муниципальных заемщиков.

Ряд шагов по приведению биржевых облигаций к потребностям рынка уже был сделан в 2008 г.

Во-первых, был увеличен максимально возможный срок обращения с 1 года до 3 лет. Во-вторых, эмитентами теперь могут выступать не только открытые акционерные общества, но и общества с ограниченной ответственностью.

В-третьих, сегодня биржевые облигации можно размещать не только посредством проведения аукциона, но и через бук-билдинг. Это имеет высокое значение, учитывая что, этот формат размещения сегодня получает широкое распространение. В последнее время большинство трехлетних рублевых бумаг – биржевые облигаций, размещенные с использованием схемы бук-билдинга.

В-четвертых, первоначально биржевые облигации могли размещаться только с фиксированным купоном, сегодня – в том числе и с плавающим, что опять же предоставляет заемщикам существенно большую гибкость в определении параметров заимствования через биржевые облигации.

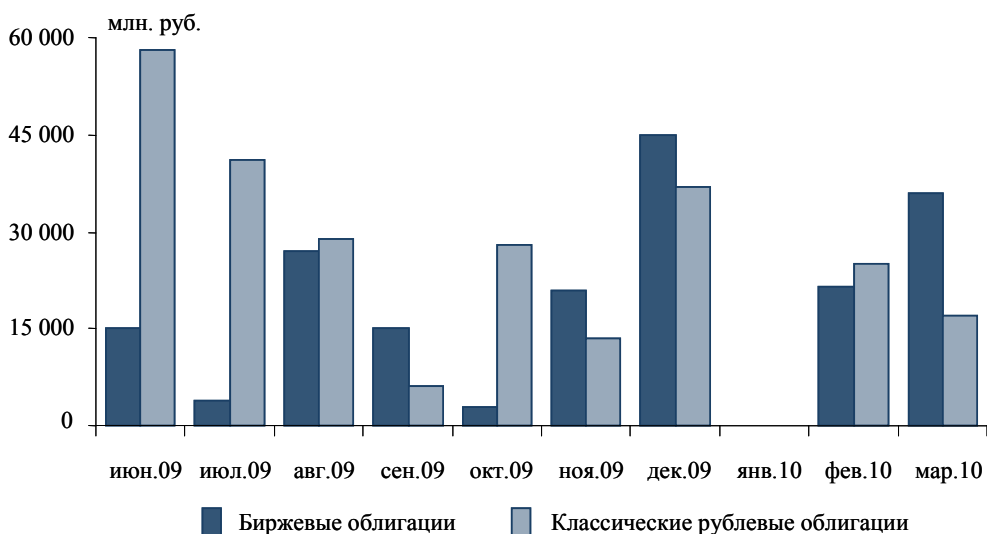
В-пятых, с 2008 г. правила ЦБ РФ позволяют включать биржевые облигации в Ломбардный список ЦБ. Во время кризиса наличие облигаций в Ломбардном списке было залогом их успешного размещения, и на сегодняшний день это является важным преимуществом и серьезным фактором снижения стоимости заимствования. Для того, чтобы бумаги были включены в Ломбардный список, эмитент должен удовлетворять определенным критериям (например, наличие приемлемого кредитного рейтинга), тем не менее уже сама возможность сделала биржевые облигации более привлекательными для заемщиков.

Первые размещения биржевых облигаций в 2008 г. пришлось на эмитентов относительно низкого кредитного качества (размещения Автоваза на 4 млрд. руб., РБК на 3 млрд. руб. и Группы Разгуляй на 9.5 млрд. руб.).

Впервые этот инструмент был использован для привлечения финансирования заемщиком первого эшелона в июне 2009 г., когда были размещены биржевые облигации Лукойла серий БО-18 – БО-20 общим объемом 15 млрд. руб.

С началом кризиса ситуация несколько изменилась, и возможность выхода на рынок долгое время была только у высококачественных заемщиков, поэтому они в основном и выступали эмитентами биржевых облигаций. Сегодня конъюнктура улучшается, и занимать могут в том числе и компании второго эшелона, которые в том числе выпускают биржевые облигации.

Биржевые облигации приобретают все большую популярность у заемщиков. После кризиса объемы размещений биржевых облигаций стали сопоставимыми с объемом размещений классических облигаций, о чем свидетельствует статистика. По данным Cbonds, в июне-июле 2009 года объем размещений биржевых облигаций был несопоставимо меньше размещений классических облигаций, однако уже в сентябре наблюдалась обратная тенденция. За редким исключением с ноября можно было отметить превышение ежемесячных объемов размещений биржевых облигаций над размещениями классических рублевых облигаций.



Источник: Cbonds, без учета технических сделок

Рисунок 18. Динамика пост-кризисных размещений биржевых облигаций на российском рынке

С учетом существующих тенденций вполне оправданно ожидать, что в 2010 году доля биржевых облигаций в совокупном объеме размещений достигнет 40–50%. Последнее чревато избыточным предложением краткосрочных инструментов и некоторым дефицитом долгосрочных. В результате короткие заимствования могут стать дороже длинных, и кривая доходности вполне может стать если не инвертированной, то по крайней мере плоской.

В текущем году может существенно увеличиться вклад заемщиков второго-третьего эшелона в размещения биржевых облигаций, хотя бы потому что в целом ожидается выход на рынок большего числа заемщиков невысокого кредитного качества. Они будут привлекать не слишком длинные деньги и потому, с учетом описанных выше преимуществ этого инструмента, с большой вероятностью будут предпочитать биржевые облигации классическим.

На сегодняшний день существует потенциал для совершенствования биржевых облигаций как инструмента привлечения долгового финансирования. Во-первых, в теории возможно удлинение сроков обращения этого инструмента. Безусловно, в этом случае этот инструмент потеряет свою краткосрочную природу, однако появится возможность на его базе создать новый инструмент для привлечения финансирования на длинные сроки, однако с более простым процессом подготовки к размещению. Во-вторых, необходимо ввести правовое обеспечение процесса конвертации биржевых облигаций для того, чтобы предоставить комфорт инвесторам и заемщикам. В-третьих, стоит предусмотреть возможность размещения биржевых облигаций или их близких аналогов для муниципальных и субфедеральных заемщиков.

Большинство аналитиков сегодня позитивно оценивают перспективы развития этого инструмента на рублевом рынке. Биржевые облигации –

удобный инструмент управления ликвидностью, диверсификации кредитного портфеля, покрытия кассовых разрывов; они часто заменяют или дополняют программы выпуска векселей. С учетом высокой потребности российской экономики в кратко- и среднесрочном финансировании и выгод, предоставляемых биржевыми облигациями заемщикам, можно предположить, что объемы размещений этого инструмента будут расти, а законодательство, регулирующее его выпуск и обращение, будет постепенно совершенствоваться, адаптируясь к потребностям заемщиков и инвесторов.

Заключение

В результате проведенного анализа можно сделать вывод о том, что сегодня рынок рублевых корпоративных облигаций представляет собой весьма уравновешенную систему, где соблюден баланс интересов участников. Взаимоотношения участников регулируются довольно целостной системой нормативных актов, однако в рамках существующего законодательства остаются аспекты, которые требуют совершенствования. В частности, необходимо дальнейшее совершенствование эмиссионной документации, требуется проработка вопросов, связанных со структурами выпусков с поручительством, важно оптимизировать процесс регистрации отчета о размещении.

Основными тенденциями на рынке рублевых корпоративных облигаций в настоящий момент являются снижение доходностей, увеличение дюрации выпусков и рост объемов первичных размещений. Эти тренды подкреплены такими общеэкономическими факторами, как восстановление банковского сектора, снижение ставки рефинансирования ЦБ, замедление инфляции и укрепление рубля. Участники рынка ожидают, что указанные факторы останутся в силе в 2010 г., что дает основания полагать, что доходности в текущем году продолжат снижение, активность на первичном рынке будет расти, а спрос на более длинные бумаги усилится. Улучшение ситуации в 2010 г. поддерживает ожидания того, что рынок останется сильным и в среднесрочной перспективе (до 2012-2013 гг.). При этом наибольшая опасность для рынка рублевых облигаций связана с ценами на нефть – их чрезмерная волатильность (как сильное падение, так и существенный рост) могут привести к дестабилизации российской экономики в целом и рынка облигаций в частности. Кроме того, нельзя исключать, что существующие на рынке проблемы и несовершенства не позволят обозначенным тенденциям в полной мере реализоваться.

В «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года», разработанной ФСФР, регулятор выделяет три ключевых блока проблем, характерных для российского финансового рынка и, в том числе, для рынка рублевых корпоративных облигаций. В первом блоке подчеркивается, что в настоящий момент российский финансовый рынок недостаточно емкий и прозрачный. В числе прочего, это определяется недостаточной вовлеченностью розничных инвесторов в этот рынок за счет неразвитой системы защиты их интересов, а также недостаточно высокой информированности инвесторов о возможностях, которые предоставляет российский финансовый рынок. Во втором блоке очерчен круг проблем, связанных с инфраструктурой рынка – значительная концентрация операций с облигациями на слабо регулируемом внебиржевом рынке, неразвитые правовые условия деятельности центрального контрагента, несовершенства в работе клиринговых и учетных организаций. Третий блок затрагивает проблемы, касающиеся правового регулирования финансового рынка, в том числе неразработанности роли саморегулируемых организаций на рынке, длительности процесса регистрации выпусков ценных бумаг, несовершенства механизма раскрытия информации.

Помимо описанных в Стратегии проблем, на рынке рублевых корпоративных облигаций существуют и другие недостатки и перспективы развития. Так, важным является дальнейшее совершенствование системы ценообразования на первичном рынке облигаций. Инструментом при развитии в данном направлении может стать формат размещения букбилдинг, который, в отличие от аукциона, подразумевает более длительный и тщательный маркетинг, в ходе которого у организаторов и заемщика есть возможность более адекватно оценить спрос на рынке и настроения инвесторов. Это позволяет зафиксировать купонную ставку на рыночном уровне, а не выше, как это часто бывает при размещении через аукцион. В настоящий момент постепенно расширяется практика использования букбилдинга при размещении облигаций, однако доля аукциона все еще высока.

Кроме того, бук-билдинг в состоянии решить ряд других проблем на рынке. Этот механизм размещения позволяет контролировать аллокацию при размещении, что обеспечивает равномерное распределение бумаги среди инвесторов и, следовательно, более высокую ликвидность рынка. Данный формат размещения более удобен для инвесторов, а также более привычен для иностранных покупателей, что привлекает дополнительный спрос на рынок рублевых корпоративных облигаций.

Помимо совершенствования ценообразования при размещении, рынку необходимо распространение простого и понятного для инвесторов инструмента повышения прозрачности компаний и информированности о них инвесторов. Формальная система раскрытия информации не всегда может оказать адекватную поддержку при принятии инвестиционных решений, поскольку призвана играть несколько другую роль – удовлетворить требованиям регуляторов. Между тем, кредитные рейтинги, присваиваемые международными рейтинговыми агентствами, являются понятными для инвесторов критериями устойчивости компании. Кроме того, рейтинговые отчеты, публикуемые агентствами, как правило, содержат всю необходимую информацию для оценки долговой нагрузки компании и ее кредитоспособности. Таким образом, дальнейшее распространение кредитных рейтингов и их использование в сфере правового регулирования рынка окажут позитивное влияние на рынок, обеспечив инвесторов необходимой информацией для принятия рациональных решений. Кроме того, повышение прозрачности компаний, как правило, способствует снижению стоимости заимствования.

Кроме того, одним из направлений совершенствования является развитие удобного инструмента краткосрочных и среднесрочных заимствований на публичном рынке долгового капитала. На сегодняшний день регистрация выпусков облигаций занимает длительный период времени, и в итоге компании могут упустить благоприятный момент для выхода на рынок. Это имеет особое значение для краткосрочных заимствований, в

которых часто возникает срочная необходимость. Распространение на рынке инструмента, позволяющего в сжатые сроки выйти на размещение, особенно важно в периоды нестабильной финансово-экономической ситуации. Таким инструментом могут стать биржевые облигации, регистрация которых значительно упрощена, в результате чего организация выпуска занимает около месяца. Сегодня этот инструмент приобретает все большую популярность на рынке. Тем не менее, биржевым облигациям требуется дальнейшее совершенствование. Возможно, на базе этого инструмента возможно было бы создать новый инструмент, позволяющий привлекать долгосрочное финансирование с подготовкой к размещению в сжатые сроки.

По итогам проведенной работы можно сделать вывод о том, что рынок облигаций является перспективным как для эмитентов, так и для инвесторов. В ближайшем будущем объемы первичных размещений будут расти, будет расширяться круг заемщиков, в том числе за счет компаний второго-третьего эшелона, что предоставит инвесторам интересные возможности в сфере высокодоходных инструментов. Вместе с тем стоимость заимствования для российских компаний будет продолжать сокращаться. Безусловно, на рынке существует ряд недостатков, однако работа над устранением большинства из них в настоящий момент ведется. Можно ожидать, что в перспективе рынок рублевых корпоративных облигаций сохранит свою значимость для российской экономики и будет способствовать ее дальнейшему развитию.

Результатом проведенной работы является разработка концепции дальнейшего развития рынка рублевых корпоративных облигаций в части совершенствования процедур эмиссии и размещения облигаций российских корпоративных облигаций на внутреннем рынке.

Список использованной литературы

1. Федеральный закон от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»
2. Федеральный закон от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»
3. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»
4. «Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года», утвержденная распоряжением Правительства РФ от 29.12.2008 г. № 2043-р
5. Уточненный прогноз социально-экономического развития на 2010 год и плановый период 2011 и 2012 годов, разработанный Минэкономразвития
6. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов/Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008 – 2 изд., 1008 стр.
7. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. – М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. – с. 79
8. Гитман Л.Д., Джонк М.Д. Основы Инвестирования /Пер. с англ. –М.: Дело, 1999. -1008 стр.
9. Фабоцци Ф.Дж. Рынок облигаций: анализ и стратегии/Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005 – 5 изд., 876 стр.
10. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции/Пер. с англ. Бурениной А.Н. - М.: Инфра-М, 2003. – 5 изд.,1028 стр.
11. Damodaran A. Corporate Finance: Theory and Practice, 2nd Edition. - John Wiley & Sons, Inc., 2003. - 1008 p.
12. Абрамов А.Е. Рынок корпоративных облигаций: эволюция спроса и предложения в сфере правового регулирования // База финансовых знаний www.mirkin.ru

13. Баранов А. Проблемы становления российского рынка корпоративных облигаций // РЦБ – 2000. - №22
14. Воробьева З.А. Рынок корпоративных облигаций в России: структура, динамика развития и перспективы // База финансовых знаний www.mirkin.ru
15. Галкин М., Коровин М. Рынок уникальных возможностей // Cbonds Review.-2008.-№11
16. Голованов А., Звягин А. Кредитный рейтинг: реальность и перспективы // РЦБ – 1998. - №13
17. Звягинцев А. Доразмещение и выкуп облигационного займа: оптимальная стратегия // РЦБ – 1998. - №7
18. Козицын С. Воспитательный дефолт // Ведомости, 02.11.2002 г.
19. Миркин Я.М., Лебедева З.А, Тормозова Т.В Коммерческие бумаги в структуре корпоративных финансов // Рынок ценных бумаг. - 2006. - № 9
20. Орехов И. Есть ли будущее у корпоративных облигаций? // РЦБ – 2002. - №1
21. Тер-Аствацатурова А. Черный сентябрь // Cbonds-Review.-2008.-№10
22. Ткаченко М. Несомнительная привлекательность. За последнее время доходность по облигациям в России сильно выросла // Акционерный вестник. – 2008. - № 3 (52)
23. Аналитический обзор ЗАО ИК «Тройка Диалог» «Долговые бумаги. Квартальный отчет. Широкие возможности» (Кудрин А., Булгаков А., Овчинников А., Сидорова Е., Табах А.)
24. Аналитический обзор ЗАО «Ренессанс Капитал» «Рублевые облигации. Все не так уж и дорого» (Николай Подгузов)
25. Аналитический обзор ЗАО ИК «Тройка Диалог» «Долговые бумаги. Прогноз на 2010 год: многообещающие рублевые облигации» (Кудрин А.)
26. Информационная система Bloomberg

27. Информационная система Factiva

Список интернет-директорий

28. Информационное агентство Cbonds cbonds.ru

29. Новостной сайт infox.ru

30. Официальный сайт Министерства Финансов РФ minfin.ru

31. Официальный сайт ММВБ micex.ru

32. Официальный сайт ФСФР fcsm.ru

33. Официальный сайт ЦБ РФ cbr.ru

34. Сайт Альфа Капитал alfacapital.ru

35. Сайт ОАО «Славнефть» slavneft.ru

36. Сайты рейтинговых агентств www.standardandpoors.com,
www.moody.com, www.fitchratings.com

Приложения

Приложение А. Рейтинговые шкалы S&P, Moody's и Fitch

МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА			СТЕПЕНЬ НАДЕЖНОСТИ
Moody's	Standard&Poors	Fitch	
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕЙТИНГИ			
Aaa	AAA	AAA	Максимальная
Aa1	AA+	AA+	Высокая
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Выше среднего
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Ниже среднего
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
СПЕКУЛЯТИВНЫЕ РЕЙТИНГИ			
Ba1	BB+	BB+	Спекулятивная
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Высокоспекулятивная
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Саа	CCC+	CCC	Существенный риск. Эмитент в тяжелом положении
-	CCC	-	
-	CCC-	-	
Саа	CC	-	Сверхспекулятивная степень, возможен отказ от платежей
Саа	C	-	
-	-	DDD	Отказ от платежей
-	SD	DD	

Примечание: вероятность дефолта компаний с рейтингом по обязательствам до года от AAA до A составляет 0-0,2%, от BBB до B – 0,2-6%, от CCC и ниже – 25% и более (по данным S&P)

Источник: рейтинговые агентства

Приложение Б. Динамика первичных и вторичных торгов корпоративными облигациями на ММВБ

<i>млрд. руб.</i>	Первичные торги	Вторичные торги	Итого
1992	—	—	—
1993	—	—	—
1994	—	—	—
1995	—	—	—
1996	222	1096,4	1318,4
1997	272,93	1219,31	1492,24
1998	0,12	1,29	1,41
1999	11,29	0,66	11,95
2000	29,55	5,57	35,13
2001	24,7	33,4	58,1
2002	47,64	72,34	119,98
2003	78,41	251,69	330,1
2004	141,12	422,44	563,56
2005	259,45	901,52	1160,98
2006	464,39	1803,45	2267,84
2007	455,96	2729,67	3185,64
2008	518,34	2649,52	3167,87
2009	908,27	2483,27	3391,53

Источник: ММВБ

Приложение В. Динамика первичных и вторичных торгов корпоративными облигациями на ММВБ в 2008-2009 гг., ежемесячно

	Объем, млрд. руб.	Количество выпусков	Средний объем, млрд. руб.
янв.08	10,4	2	5,2
фев.08	39,5	11	3,6
мар.08	158,3	25	6,3
апр.08	64,8	20	3,2
май.08	19	13	1,5
июн.08	62,8	21	3,0
июл.08	106,4	27	3,9
авг.08	29,6	11	2,7
сен.08	8,3	5	1,7
окт.08	50,3	14	3,6
ноя.08	31,6	4	7,9
дек.08	28,1	6	4,7
янв.09	5,5	3	1,8
фев.09	9,5	2	4,8
мар.09	38,4	7	5,5
апр.09	46,4	10	4,6
май.09	67	6	11,2
июн.09	160,4	26	6,2
июл.09	102,5	19	5,4
авг.09	105,8	26	4,1
сен.09	98,6	13	7,6
окт.09	70,3	12	5,9
ноя.09	84,5	17	5,0
дек.09	215,3	38	5,7
янв.10	0,5	1	0,5
фев.10	47,5	6	7,9

Источник: Cbonds

**Приложение Г. Выпуски корпоративных облигаций,
размещенные в январе-апреле 2010 г.**

Бумага	Объем эмиссии, руб.	Дата размещения	Дата погашения	Ставка купона
Виктория-Финанс, БО-1	1 500 000 000	16.02.2010	12.02.2013	12,50%
Восточный Экспресс Банк, БО- 1	1 000 000 000	11.03.2010	07.03.2013	12,50%
ВТБ, БО-1	5 000 000 000	19.03.2010	15.03.2013	7,60%
ВТБ, БО-2	5 000 000 000	19.03.2010	15.03.2013	7,60%
ВТБ, БО-5	10 000 000 000	19.03.2010	15.03.2013	7,60%
ГЛОБЭКСБАНК, БО-1	5 000 000 000	16.02.2010	16.02.2013	9,25%
Гольф & Кантри клуб "Дон", 1	7 400 000	20.03.2010	01.06.2029	выплата купона не предусмотрена.
Группа Разгуляй, БО-12	1 000 000 000	24.03.2010	16.12.2010	дисконтные облигации
Группа Разгуляй, БО-8	2 000 000 000	24.03.2010	16.12.2010	дисконтные облигации
ЕвразХолдинг Финанс, 1	10 000 000 000	26.03.2010	13.03.2020	9,25%
ЕвразХолдинг Финанс, 3	5 000 000 000	26.03.2010	13.03.2020	9,25%
Каравай, 6	112 553 000	13.03.2010	13.02.2014	Ставка рефинансирования ЦБ+ 2%.
Мечел, БО-2	5 000 000 000	16.03.2010	12.03.2013	9,75%
Муниципальная инвестиционная компания, 2	1 000 000 000	24.03.2010	17.03.2015	13,75%
Новолипецкий металлургический комбинат, БО-6	10 000 000 000	09.03.2010	05.03.2013	7,75%
РЖД, 23	15 000 000 000	04.02.2010	16.01.2025	9%
РМК Парк Плаза, 1	500 000 000	12.01.2010	08.01.2013	10%
Россельхозбанк, 10	5 000 000 000	10.02.2010	29.01.2020	9%
Россельхозбанк, 11	5 000 000 000	11.02.2010	30.01.2020	9%
Северсталь, БО-2	10 000 000 000	19.02.2010	15.02.2013	9,75%
Северсталь, БО-4	5 000 000 000	19.02.2010	15.02.2013	9,75%
Татфондбанк, 6	2 000 000 000	02.03.2010	26.02.2013	11,20%
ФОРМАТ, 1	1 000 000 000	08.02.2010	06.12.2012	17,50%
ЮТэйр-Финанс, БО-1	1 500 000 000	30.03.2010	26.03.2013	12,50%
ЮТэйр-Финанс, БО-2	1 500 000 000	30.03.2010	26.03.2013	12,50%
Итого	108 119 953 000			

Источник: Cbonds

Приложение Д. Динамика размещений в формате бук-билдинг, 2008-2009 гг.

	Бук-билдинг		Аукцион	
	Объем, млн. руб.	Количество выпусков	Объем, млн. руб.	Количество выпусков
1К2008	10 000	10	199 231	199
2К2008	9 440	9	167 164	167
3К2008	20 000	20	136 807	137
4К2008	0	0	365 261	365
1К2009	30 000	30	138 405	138
2К2009	85 000	85	251 733	252
3К2009	118 119	118	277 903	278
4К2009	147 000	147	145 520	146
Итого	419 559	420	1 682 025	1 682

Источник: Cbonds, Factiva