



Рынок корпоративных облигаций глазами непрофессионального инвестора

Олег Мазуров,

ведущий экономист Инвестиционного Отдела
СК «РОСНО»

Рынок корпоративного долга появился в России в 1999 г. с выпуском облигаций ОАО «Тюменская нефтяная компания», ОАО «НК ЛУКОЙЛ», ОАО «Газпром», предназначенных для вложения нерезидентами денежных средств со счетов типа «С». На первых порах такая специфика ограничивала круг участников рынка, сформировала принципы и правила игры. Однако к сегодняшнему времени ситуация изменилась кардинально.

К 2002 г. большинство эмитентов на рынке осознали важность наличия кредитной истории для дальнейших заимствований, некоторые стараются поддерживать ликвидность вторичного рынка и доступ к информации о компании, многие проводят «road show» — одним словом, эмитенты стараются понравиться инвесторам. Финансовые консультанты, которые работали с первыми выпусками, заработали определенную репутацию, отра-

ботали схемы взаимодействия с контролирующими органами, сформировали базу наиболее активных инвесторов. Определилась лидирующая группа андеррайтеров, чьими услугами в будущем предпочтут пользоваться эмитенты и инвесторы. Это, конечно, не исключает появления новых активных андеррайтеров, однако, наиболее интересные ниши уже заняты. В этот «клуб», по моему мнению, вошли следующие компании.

По данным банка «ЗЕНИТ» и проекта «Cbonds.ru», темп роста объема биржевой торговли как один из показателей роста интереса к рынку облигаций в период с февраля по декабрь 2001 г. составил около 160%, емкость рынка за этот же период выросла на 450%¹. Конечно, такие цифры характеризуют отечественный рынок облигаций как развивающийся (emerging), однако, постепенно темпы роста нормализуются, рынок вступает в полосу относительно устойчивого развития, насыщаясь инструментами и деньгами инвесторов. Количественный рост постепенно исчерпывает себя, теперь никого не удивляет широкий выбор одновременно обращающихся и размещаемых выпусков. **Приходит время качественных изменений:** на первое место для инвесторов выходят такие показатели, как кредитное качество заемщика, ликвидный вторичный рынок (ширина спреда), наличие валютного хеджа, представительная кривая доходности и др. Именно на этих качественных аспектах развития рынка корпоративного долга мне и хотелось бы остановиться более внимательно. Эти проблемы могут рассматриваться с разных сторон. В данном случае будет представлен взгляд инвестора, не являющегося профессиональным участником рынка ценных бумаг.

Ликвидность и кривая доходности

Итак, при всех положительных итогах прошедшего периода развития рынка эмитенты и их финансовые консультанты в процессе первичного размещения не могут с высокой долей вероятности обещать инвесто-

Андеррайтер	Крупнейшие выпуски
Альфа-банк	АЛРОСА, ОМЗ, ЛМК, СИБУР
Банк Зенит	РИТЭК, Нижнекамскнефтехим, Татнефть, СИБУР, БашКредитБанк
Райффайзенбанк	Центртелеком, СИБУР
ИК «Тройка Диалог»	Славнефть, Центртелеком, Русский Стандарт, Калина
ИК «Ренессанс Капитал»	БашКредитБанк (УралСиб), Ренессанс Капитал Финанс, Башкирия
ИК «Русские Фонды»	Алроса, ОМЗ, Рабоинвест
Доверительный и Инвестиционный Банк	РТК-Лизинг, МГТС
Росбанк	Аэрофлот, ММК

¹ Емкость рынка оценивается как номинальный объем выпусков облигаций, имеющих твердые двусторонние котировки.

рам отсутствие (до определенной степени) риска ликвидности. Чтобы избежать этого риска, инвестор часто вынужден обращаться к потенциально интересной облигации только на «расторгованном» вторичном рынке, теряя при этом премию в доходности.

Риск ликвидности в понимании инвестора означает:

- либо отсутствие возможности купить или продать облигацию без существенной потери в цене по причине отсутствия достаточного количества, продавцов или покупателей,
- либо отсутствие возможности выбора на рынке инструментов или портфелей инструментов с доходностью, которую могут иметь инструменты со сроками до погашения больше года.

Первый вариант развития событий встречается при торговле как на организованном рынке ценных бумаг, так и на внебиржевом рынке. Такие признанные лидеры рынка, как Славнефть, ТНК, Внешторгбанк, предоставляют инвесторам возможность совершать сделки купли-продажи, не только соглашаясь на цену контрагента, но и путем выставления собственных заявок. Менее ликвидные выпуски такого шанса не дают — в этом случае спрэд в 1 процентный пункт часто делает для инвестора операцию купли-продажи облигации экономически неэффективной. Кроме того, очередь заявок в обе стороны на вторичном рынке «средняков» обычно не превышает 2-3 позиции, что осложняет процесс купли-продажи для инвестора с портфелем облигаций объемом 30-40 млн. руб. Часто приходится слышать, что прямые лимиты на контрагентов (для совершения операций по согласованной между сторонами сделки цене) решают все проблемы, однако, по объективным причинам инвесторам-непрофессионалам сделать это намного труднее.

Вторая форма риска ликвидности возникла в связи с тем, что на рынке отсутствуют облигации, сроки до погашения которых превышают один год. Хотя большинство эмитентов стараются размещать свои выпуски на срок от 1,5 до 3 лет, структура облигаций дает возмож-

ность корректно рассчитать доходность лишь до ближайшей даты реализации очередной оферты, которая, как правило, наступает не позже одного года с даты начала вторичных торгов. Для иллюстрации этого тезиса приведу статистическую информацию по соотношению сроков до погашения и до оферт, а также соответствующих доходностей по различным инструментам, представленным на рынке.

Таким образом, доходность облигаций со сроком погашения больше года сейчас значительно ниже соответствующих показателей доходности облигаций с меньшим сроком до погашения. Этот факт чрезвычайно сужает возможности и желание, например, страховых компаний работать на этом рынке, так как по мере «удлинения» пассивов за счет долгосрочного страхования жизни при попытке сопоставить им портфель облигаций возникает дюрационный гэп — риск несоответствия длительности портфелей активов и пассивов.

Андеррайтинг

Очень важным фактором поддержания ликвидности вторичного рынка является форма андеррайтинга. Сейчас в российской практике (как и в мировой) существует две формы рыночного андеррайтинга. Они предполагают:

- либо дистрибуцию максимального объема выпуска облигаций среди максимального числа инвесторов на основе проведения активного маркетинга и road-show (в этом случае финансовый консультант старается затрачивать минимальное количество собственных средств),
- либо выкуп всего объема выпуска андеррайтером или синдикатом андеррайтеров и дальнейшее предложение облигаций на вторичном рынке.

Первый вариант предполагает риск неразмещения эмитентом всего или части выпуска на предполагаемых условиях, однако, в случае успеха предопределяет дальнейшую ликвидность вторичного рынка по причине наличия разветвленной структуры владельцев облигаций. Второй вариант дает гарантии при первичном размещении выпуска, однако, дальнейшая ликвидность рынка в большой степени зависит от самих андеррайтеров или условий договора об андеррайтинге.

Первый способ, как правило, используют инвестиционные компании: ИК «Тройка Диалог» при размещении облигаций Славнефти, Русского Стандарта; ИК «Ренессанс Капитал» при размещении облигаций Урал-СибБанка; ИК «ОФГ» при размещении облигаций Пробизнесбанка. Второй способ реализуется, когда андеррайтерами являются банки: Райффайзенбанк, МДМ-Банк, Альфа-Банк и Банк ЗЕНИТ при размещении облигаций СИБУРа; ИНГ Банк (Евразия) при размещении облигаций ТНК.

Эмитент	Дата погашения	Доходность до погашения, %	Дата оферты	Доходность до оферты, %
БашКредитБанк	04.11.02	19,19	09.03.02	24,94
МГТС 1-й выпуск 1 транш	18.10.03	8,49	22.05.02	21,95
Ренессанс Капитал Финанс	22.10.03	8,71	30.04.02	21,98
ТНК 4-й выпуск	27.03.05	14,01	28.03.02	22,15

Источник: ММВБ.

Эмитент	Дата погашения/ оферты	Доходность до погашения/ оферты, %
Внешторгбанк	22.05.02	17,78
Центртелеком	21.05.02	22,87
ТНК 4-й выпуск	28.03.02	22,15
ТНК 5-й выпуск	30.05.02	20,75

Источник: ММВБ.

Неэффективность рынка облигаций

Прямым следствием состояния вторичного рынка является очевидная неэффективность рынка облигаций в целом. Очень часто можно стать свидетелем того, что более ликвидные выпуски облигаций обладают меньшей доходностью к погашению при меньшем сроке до погашения, чем менее ликвидные, при сравнимом уровне риска. Такой, казалось бы, парадоксальный факт предоставляет широкие возможности для арбитража даже обычному инвестору, не говоря уже об андеррайтерах или маркет-мейкерах, которые обладают первичной информацией о рынке соответствующих облигаций.

Из таблицы видно, что разумный инвестор выберет из этих облигаций те, которые на более короткие сроки дают большую (по абсолютному значению) доходность, т.е. облигации Центртелекома и ТНК. Это ситуация прямого арбитража, которая на эффективном рынке приведет к мгновенному перетоку капитала в облигации Центртелекома и ТНК (4-й выпуск) из таких активов, как облигации Внешторгбанка и ТНК (5-й выпуск).

Валютный хедж

Как уже было отмечено, рынок облигаций стартовал с инструментов, призванных обеспечить положительный валютный доход на вложенные нерезидентами рублевые денежные средства со счетов типа «С». Этой цели можно было достичь путем привязки денежных потоков по облигации к изменению курса рубля к доллару с помощью формулы, специально прописанной в проспекте эмиссии.

В настоящее время обращается лишь один подобный инструмент — облигации Газпрома. Они представляют собой синтетический инструмент, имеющий полугодовые купоны, рассчитанные по следующей формуле:

$$C_m = N * \frac{R_m}{R_0} * \frac{5\%}{100\%} * \frac{T_m - T_{m-1}}{365},$$

где N — номинальная стоимость облигации,
 T_{m-1} — дата начала m -го купонного периода,
 T_m — дата окончания m -го купонного периода,
 R_0 — курс доллара США на дату T_0 начала размещения облигаций,
 R_m — курс доллара США на дату T_m окончания m -го купонного периода.

Основная сумма долга также пересчитывается по текущему курсу ЦБ РФ по следующей формуле:

$$C_9 = N * (\Delta R)^+,$$

где $\Delta R = \frac{R_9}{R_0} - 1$ — относительная курсовая разница по доллару США за период от даты начала размещения до даты погашения,

(...) + — равно максимуму из нуля и значения выражения в скобках.

Разница между стоимостью облигации в рублях по текущей цене без учета купона и стоимостью облигации с учетом текущего курса ЦБ РФ представляет собой дополнительный купон, исчисляемый с даты начала размещения облигации до даты ее погашения. Сложность расчетов компенсируется наличием полного валютного хеджа, защищающего вложения рублевой суммы от обесценения за счет девальвации рубля.

Кроме указанного инструмента, на рынке практически отсутствует класс облигаций, призванных защищать вложения инвесторов от валютного риска. Обращающиеся облигации АК «АЛРОСА» (9-й выпуск) и СИ-БУРа имеют существенно более низкий кредитный рейтинг и технически не полностью хеджируют валютный риск. Политика Правительства и Банка России, направленная на стабилизацию рубля, может привести к росту темпов девальвации номинального курса рубля и к приближению темпов девальвации к темпам инфляции. Этот фактор существенно повышает валютные риски для компаний, чей бизнес ориентирован на внутренний рынок. В связи с этим выпуск облигаций, номинированных в валюте, был бы очень интересен большинству российских инвесторов. Такой неудовлетворенный спрос нашел отражение в предложении со стороны эмитентов подобных облигаций. Например, Внешторгбанк планирует выйти на рынок с подобным выпуском облигаций. Другие эмитенты думают над возможностью привлечь новых инвесторов путем предложения на рынке подобных инструментов.

Перечисленные в данной статье аспекты инвестирования, будучи приоритетными для инвесторов-непрофессионалов, требуют повышенного внимания всех участников рынка облигаций — эмитентов, андеррайтеров и инвесторов. А их решение способно вывести развитие рынка облигаций на существенно более высокий уровень, обеспечить приток значительных денежных средств инвесторов. ■