



## Рынок корпоративных облигаций: трамплин для выхода российских эмитентов на мировой рынок капитала?

**Дмитрий Ивакин**

аспирант Академии бюджета и казначейства  
Министерства финансов Российской Федерации

*В последнее время достаточно много сказано и написано о рынке корпоративных облигаций<sup>1</sup> в России. О сроках его зарождения эксперты до сих пор спорят. Некоторые относят становление к 1992 г.; другие называют более поздние сроки: 1994—1995 гг., когда Министерство финансов РФ зарегистрировало выпуски облигаций ОАО «ЛУКОЙЛ» и ОАО «Высокоскоростные магистрали».*

*В настоящей публикации будут рассмотрены некоторые аспекты создания и развития организованного (биржевого) рынка корпоративных облигаций, начиная с 1999 г., когда корпоративные облигации в основном перестали выполнять функции векселей и различных расчетных суррогатов, обеспечивая расчеты между хозяйствующими субъектами, платежи в бюджет крупных организаций-налогоплательщиков, финансирование жилищного строительства.*

### Создание рынка

Старт биржевому рынку корпоративных облигаций был дан на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) летом 1999 г. Основными предпосылками его зарождения стали:

- принятие постановления Правительства Российской Федерации от 26 июня 1999 г. № 696 (утратило силу в связи с введением в действие с 1 января 2002 г. Налогового кодекса Российской Федерации). Оно позволило включать в себестоимость продукции проценты, уплачиваемые эмитентом по облигациям, обращение которых осуществлялось через организаторов торговли, имеющих лицензию Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации (ФКЦБ России);
- проведение новации (добровольной замены) государственных ценных бумаг ГКО/ОФЗ со сроками погашения до 31 декабря 1999 г., с зачислением денежных средств, получаемых нерезидентами в ходе новации, на специальные счета типа «С» в Банке России с ограничением их дальнейшего использования.

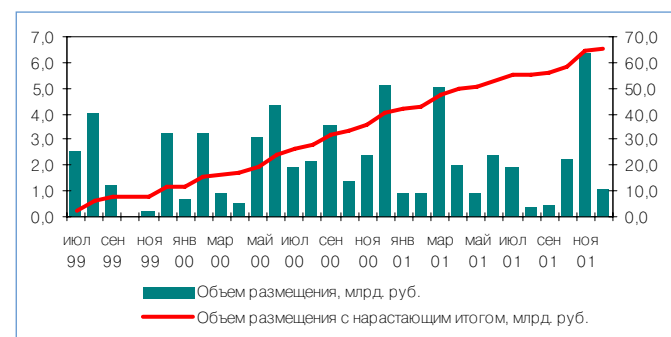
Во второй половине 1999 г. шесть российских эмитентов — ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «Газпром», ОАО «ТНК», АК «АЛРОСА» (ЗАО), ОАО «МОСТОТРЕСТ» и РАО «ЕЭС России» — через торгово-депозитарную инфраструктуру Секции фондового рынка ММВБ и Национального депозитарного центра (НДЦ) разместили собственные облигации на 11,3 млрд. руб. Основными целями эмитентов ценных бумаг и андеррайтеров<sup>2</sup> выпусков были: формирование положительной кредитной ис-

тории для дальнейших более крупных заимствований, в том числе на иностранных рынках капитала, использование «серых» финансовых схем, позволяющих получить доступ к денежным средствам нерезидентов на счетах типа «С». Первые, так называемые «нерыночные» выпуски корпоративных облигаций не были достаточно привлекательными для широкого круга инвесторов из-за низкой доходности и, как следствие, низкой ликвидности при вторичном обращении.

### Развитие рынка

В 2000-2001 гг. биржевой рынок корпоративных облигаций на ММВБ активно развивался: более 50 организаций разместили собственные облигации на сумму свыше 2 млрд. долл. США (рис. 1). Наряду с некредитными организациями, выпускать и размещать собственные облигации стали банки. Объем эмиссий облигаций кредитных организаций в 2000 г. составил около 4% от общего объема размещенных за год корпоративных ценных бумаг, а в 2001 г. объем достиг почти 9%.

**Рис. 1** Первичный рынок корпоративных облигаций на ММВБ в 1999—2001 гг.



При этом наметилась тенденция к выпуску эмитентами рыночных выпусков корпоративных облигаций, размещаемых под вполне рыночный процент, соответству-

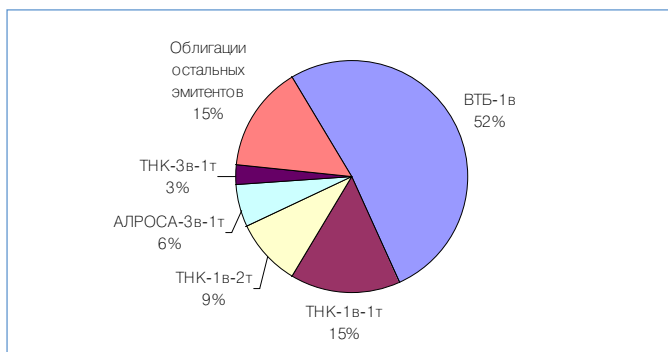
<sup>1</sup> Здесь и далее по тексту под термином «корпоративные облигации» понимаются облигации некредитных (предприятий, инвестиционных компаний и т.п.) и кредитных организаций (банков, имеющих соответствующую лицензию Банка России), зарегистрированные и обращающиеся в соответствии с законодательством Российской Федерации.

<sup>2</sup> Юридическое лицо, гарантирующее эмитенту ценных бумаг их полное или частичное размещение на рынке на согласованных условиях за специальное вознаграждение.

ющий уровню текущих кредитных ставок. Такими выпусками с приемлемым, по мнению инвесторов, уровнем доходности стали:

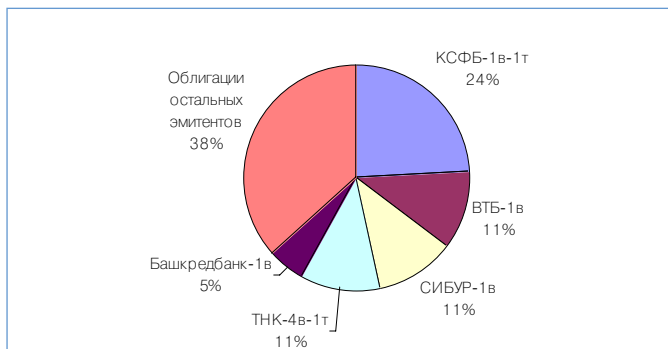
- в 2000 г. — выпуски облигаций ОАО «Банк внешней торговли», ОАО «ТНК» и АК «АЛРОСА» (ЗАО) (рис. 2);

**Рис. 2** Оборот вторичных торгов на ММВБ по наиболее ликвидным облигациям в 2000 г., %



- в 2001 г. — выпуски облигаций ООО «Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал», ОАО «Банк внешней торговли», ОАО «БашКредитБанк», ОАО «ТНК» и ОАО «СИБУР» (рис. 3).

**Рис. 3** Оборот вторичных торгов на ММВБ по наиболее ликвидным облигациям в 2001 г., %



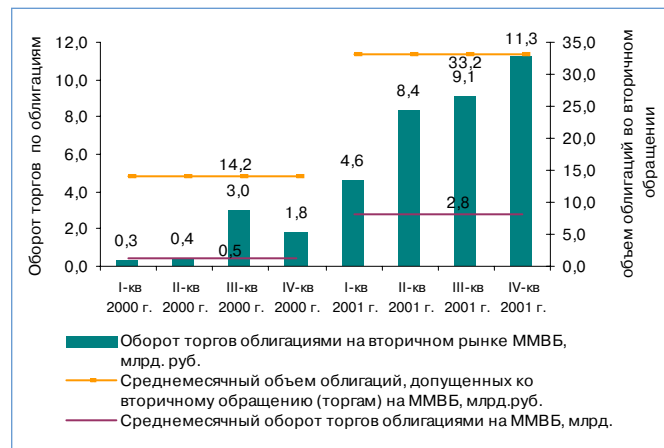
Появлению рыночных выпусков способствовало привлечение андеррайтерами внимания руководства многих российских эмитентов к рынку корпоративных облигаций как к эффективному инструменту привлечения заемных средств для финансирования деятельности организации, а также постоянная работа Банка России по упорядочению операций с использованием денежных средств нерезидентов, находящихся на специальных счетах типа «С». В результате к лету 2001 г. использовать указанные спецсчета нерезидентов можно было при размещении и вторичном обращении на организованном рынке корпоративных облигаций только российских некредитных организаций, которые удовлетворяли следующим условиям:

- отвечали требованиям организатора торговли, предъявляемым для включения ценной бумаги в котирующий лист 1-го уровня;
- имели рейтинг долгосрочной кредитоспособности, присвоенный одной из международных рейтинговых компаний (Moody's, S&P, Fitch), уступающий суверенно-

му рейтингу Российской Федерации не более двух ступеней (Указание Банка России от 2 июля 2001 г. № 991-У).

Увеличение объема корпоративных облигаций во вторичном обращении и появление рыночных выпусков обусловили значительное увеличение оборота торгов по облигациям на вторичном рынке ММВБ. В 2001 г. по сравнению со вторым полугодием 1999 г. он увеличился в 51 раз и превысил 33 млрд. руб. (рис. 4). В свою очередь это благоприятно отразилось на стоимости заемных средств для эмитента рыночных выпусков облигаций, снизив «премию» инвестора за низкую ликвидность покупаемых активов.

**Рис. 4** Вторичный рынок корпоративных облигаций на ММВБ в 2000-2001 гг.



Также уменьшить для эмитента стоимость привлекаемых с помощью выпуска облигаций заемных средств позволил встраиваемый при конструировании рыночных выпусков механизм «оферты», т.е. права инвестора (обязательство эмитента или организации, являющейся поручителем по оферте) предъявить облигацию к досрочному погашению в срок и по цене, предусмотренным эмиссионными документами выпуска. Выкуп облигаций по обязательствам оферты у инвестора уполномоченной организацией (например, платежным агентом) не обязывает ее направлять выкупленные облигации на счет «депо» эмитента в раздел «Погашенные ценные бумаги» и абсолютно не препятствует купле/продаже «откупленных» по обязательствам оферты облигаций в дальнейшем.

Первым выпуском, в котором был реализован механизм оферты, стал выпуск облигаций ОАО «Банк внешней торговли», размещенный летом 2000 г. Применение при его конструировании механизма оферты позволило существенно улучшить соотношение периода обращения/доходности, а также повысило ликвидность вторичного рынка выпуска облигаций. Опыт оказался настолько удачным, что в настоящее время практически все рыночные выпуски корпоративных облигаций имеют механизм оферты.

### Инфраструктура рынка

Создавать новые конструкции выпусков корпоративных облигаций инвестиционные компании и банки заставляет жесткая конкуренция, развернувшаяся на рынке предоставления услуг эмитентам по организации и обслуживанию выпусков облигаций (см. таблицу).

**Ведущие андеррайтеры (продавцы облигаций),  
размещавшие облигации на ММВБ в 2000-2001 гг.**

| Год  | Полное наименование андеррайтера                | Объем размещения, руб. |
|------|---|------------------------|
| 2000 | АКБ «Московский Деловой Мир» (ОАО)              | 7 824 808 820          |
| 2000 | АКБ «Доверительный и Инвестиционный Банк» (ОАО) | 5 357 617 753          |
| 2000 | ЗАО «Международный Московский банк»             | 3 868 000 000          |
| 2001 | «ИНГ БАНК (Евразия) ЗАО»                        | 5 513 400 000          |
| 2001 | ООО «Русские Фонды»                             | 4 255 477 420          |
| 2001 | АКБ «Доверительный и Инвестиционный Банк» (ОАО) | 2 711 727 000          |

Следствием этой конкуренции стало улучшение качества предлагаемых потенциальным эмитентам продуктов по размещению корпоративных облигаций, снижение платы за услуги генерального агента<sup>3</sup> облигационного займа. В 1999-2000 гг. она могла достигать 3-5% от номинальной стоимости эмиссии<sup>4</sup>, а в конце 2001 г., как правило, составляла не более 1-2%. В 2001 г. при среднем для российского рынка корпоративных облигаций объеме выпуска 500 млн. руб. уплачиваемая эмитентом облигаций генеральному агенту выпуска комиссия составляла 150–300 тыс. долл. соответственно.

Рост количества «рыночных» выпусков облигаций во вторичном обращении сделало востребованными инструменты, которые могли бы стать ориентирами для участников рынка при принятии инвестиционных решений. По общему мнению участников рынка, таким инструментом мог бы стать кредитный рейтинг, присваиваемый эмитенту корпоративных облигаций рейтинговой компанией, имеющей апробированную методику и хорошую репутацию.

К сожалению, пока попытки отечественных и западных компаний создать в России систему рейтингов наталкиваются на недостаточную информационную открытость эмитентов и на отсутствие достаточного опыта работы на российском рынке. Их результатом были достаточно узко и однобоко составленные рейтинги, которые по экономическому смыслу напоминали рекинги. А факт присутствия положительной оценки кредитоспособности ОАО «СИБУР» в рейтинге одной российской компании накануне едва не состоявшегося по выпуску ее облигаций дефолту, на наш взгляд, хорошо иллюстрирует качество оценки эмитента и быстроту реакции рейтинговой компании на происходящие изменения в деятельности эмитента.

В этой связи заслуживает внимания разработанный Инвестиционной компанией «РЕГИОН» проект по расчету индекса корпоративных облигаций — инструмента, позволяющего дать адекватную количественную

оценку биржевого рынка корпоративных облигаций. На сегодня, из-за ограниченной репрезентативности и небольшого для проведения объективного анализа запаса исторических данных (индекс рассчитывается с ноября 2001 г.) индекс пока не получил широкого распространения. Хотя, на наш взгляд, этот инструмент или его идея будут востребованы участниками рынка в дальнейшем, при увеличении рынка корпоративных облигаций до таких количественных размеров, которые позволят ему сделать качественный прорыв в развитии, именуемый в ряде публикаций «бумом на рынке корпоративных облигаций».

С отсутствием на сегодня «бума на рынке корпоративных облигаций» связана и достаточно высокая, по мнению участников рынка, цена транзакции (сделки купли/продажи) корпоративных облигаций при вторичном обращении на организованном рынке.

При первичном размещении ММВБ является единственной биржевой площадкой в России, имеющей отработанные технологии и опыт проведения первичного размещения корпоративных облигаций. Несмотря на фактически монопольное положение на рынке биржа проводит весьма разумную ценовую политику, направленную одновременно на привлечение большего числа новых клиентов и «снятие сливок» с завоеванных на рынке позиций. Так, затраты эмитента (андеррайтера) на размещение выпуска облигаций номинальной стоимостью 500 млн. руб. через торговую систему ММВБ составляют 11 тыс. долл. США, а размер единовременного платежа за услуги НДЦ по принятию на хранение глобального сертификата, ведению эмиссионного счета и обслуживанию выплат дохода, являющегося предметом переговоров и не превышает 0,075% от номинальной стоимости выпуска облигаций. Причем иногда эмитентом и андеррайтером при размещении облигаций используется только депозитарная система НДЦ, а вторичное обращение размещенных ценных бумаг организуется на ММВБ. Подобная схема выпуска корпоративных облигаций применяется в случаях, когда цена размещения выпуска и покупатели облигаций определены заранее.

Разработка и внедрение Российской торговой системой (РТС) и Депозитарной Клиринговой Компанией (ДКК) аналогичной торгово-депозитарной инфраструктуры, позволяющей размещать корпоративные облигации, несмотря на мощную рекламную кампанию, пока не принесли ощутимых результатов, хотя стоимость предлагаемых этими организациями участникам рынка услуг по размещению корпоративных облигаций составляет около 0,01% от объема размещаемой эмиссии по номиналу.

### Государственное регулирование

Дальнейшее успешное развитие биржевого рынка корпоративных облигаций, на наш взгляд, невозможно без разумной поддержки органов государственной власти. Как уже отмечалось, активная работа по упорядочиванию использования денежных средств нерезидентов на биржевом рынке корпоративных облигаций ведется Банком России. Новые инициативы предложены также ФКЦБ России.

На основе предложений ФКЦБ России, Комитетом Государственной думы Российской Федерации (ГД

<sup>3</sup> Организация, совмещающая при размещении и дальнейшем обслуживании облигационного выпуска функции финансового консультанта, андеррайтера и платежного агента.

<sup>4</sup> Без учета доходов организатора нерыночного займа от использования «серых» финансовых схем.



РФ) по бюджету и налогам были утверждены поправки в Налоговый кодекс РФ: сокращена ставка налога на эмиссию ценных бумаг с 0,8 до 0,2% от номинальной стоимости выпуска. Установлена новая, более мягкая, по сравнению с действующей, процедура уплаты налога, которая предусматривает уплату эмитентом основной суммы налога не в момент подачи эмиссионных документов на регистрацию в уполномоченный орган государственной власти, а при получении свидетельства о регистрации выпуска ценных бумаг.

С 1 января 2002 г. вступили в действие «Стандарты эмиссии облигаций и их проспектов эмиссий» (постановление ФКЦБ России от 19 октября 2001 г. № 27), устанавливающие новый порядок и условия эмиссии облигаций, размещающихся путем подписки и/или конвертации размещаемых облигаций в облигации иного выпуска эмитента с аннулированием (погашением) последних.

Указанный нормативный документ ФКЦБ России направлен на увеличение количества и качества раскрываемой эмитентом информации о собственной финансово-хозяйственной деятельности. Он призван максимально защищать интересы инвестора (покупателя эмитируемых ценных бумаг). Пока трудно оценить полезность для фондового рынка и качество новых стандартов эмиссии облигаций, так как по состоянию на 25 марта 2002 г. ФКЦБ России не было зарегистрировано ни одного Проспекта эмиссии облигации, составленного в соответствии с новыми стандартами. Решения об утверждении всех эмиссионных документов, пока зарегистрированных ФКЦБ России в 2002 г., были приняты уполномоченными органами эмитентов 27-31 декабря 2001 г. Как следствие, эти эмиссионные документы не подпали под вступившие в действие с 1 января 2002 г. новые стандарты ФКЦБ России<sup>5</sup>.

К сожалению, несмотря на постоянно проводимую работу по совершенствованию нормативно-законодательной базы, количество белых и серых пятен в правовом регулировании российского фондового рынка по-прежнему настолько велико, что практически любая новая тенденция требует установления дополнительных правил и защиты интересов отечественного фондового рынка.

### Тенденции

Одной из тенденций в ближайшие годы может стать отток высококачественных и привлекательных для инвестиций активов российских эмитентов на западные рынки капитала. В этом смысле 2002 г. обещает быть самым «успешным» по количеству и объему выпусков российскими эмитентами еврооблигаций, после финансового кризиса, произошедшего в России в августе 1998 г. О своих намерениях выйти или вернуться на международный рынок капитала уже объявили крупнейшие российские эмитенты: ОАО «Газпром», ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «ТНК», ОАО «ММК», АК «АЛРОСА» (ЗАО), ОАО «Северсталь», ОАО «Славнефть», ОАО «Татнефть», ОАО «МТС» и др. Общая сумма предполагаемых ими заимствований за год может превысить 3 млрд. долл., что значительно больше объема

существующего сегодня в России биржевого рынка корпоративных облигаций. Несколько крупных российских банков — ОАО «Альфа-банк», АКБ «МДМ-Банк» и ОАО «Банк ЗЕНИТ» — также в 2002 г. рассчитывают привлечь за рубежом около 500 млн. долл.

Подобная ситуация складывается на фоне серьезных затруднений российских страховых и управляющих компаний, негосударственных пенсионных фондов с вложением привлекаемых или находящихся в управлении средств в надежные активы с приемлемой доходностью (т.е. выше среднегодового уровня инфляции национальной валюты) на внутреннем рынке капитала. Российское законодательство жестко определяет круг таких объектов (инструментов рынка капитала), в которые могут вкладывать средства специализированные институциональные инвесторы, и практически все они относятся к российскому фондовому рынку. Из-за продолжающейся с 1999 г. в России стагнации на внутреннем рынке государственных ценных бумаг и срочных контрактов (фьючерсы, опционы) большое значение приобретает рынок корпоративных ценных бумаг, в том числе один из его сегментов — биржевой рынок российских корпоративных облигаций. Желание многих российских эмитентов привлекать «легкие» деньги путем проведения размещений (ИРО) собственных ценных бумаг на западных рынках капитала может, на наш взгляд, в недалеком будущем создать проблему нехватки первоклассных корпоративных активов на внутрироссийском фондовом рынке.

В настоящее время размещение и обращение ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации регулируются двумя нормативными документами ФКЦБ России — постановлениями от 13 марта 2001 г. № 3 и от 23 ноября 2001 г. № 29. Однако оба документа, в основном, не содержат фактических критериев определения возможности/невозможности размещения и обращения ценных бумаг российских эмитентов за границей, а также механизмов защиты отечественного фондового рынка от вывода наиболее привлекательных российских корпоративных активов на иностранные рынки капиталов.

В этой ситуации представляется целесообразным постепенное переключение внимания ФКЦБ России и широкого круга участников фондового рынка с проблем улучшения качества корпоративного управления и защиты интересов различных слоев инвесторов на российском рынке ценных бумаг на защиту внутреннего фондового рынка от оттока самых привлекательных активов российских корпоративных эмитентов на западные рынки капитала. Одним из способов решения этой проблемы представляется выход в ближайшее время ФКЦБ России с новыми законодательными инициативами, направленными на разработку и внедрение эффективного механизма регулирования размещения и обращения ценных бумаг российских эмитентов за границами Российской Федерации. При создании такого механизма, направленного на защиту отечественного фондового рынка, может быть использован успешный, на наш взгляд, опыт консультаций со всеми заинтересованными участниками рынка, апробированный ФКЦБ России при разработке Кодекса корпоративного поведения.<sup>1</sup>

<sup>5</sup> На ММВБ в течение трех первых месяцев 2002 г. было размещено одиннадцать «праздничных» выпусков корпоративных облигаций 10 эмитентов номинальной стоимостью почти 9 млрд. руб.