

# Развитие рынка корпоративных облигаций в 2002 году

Анастасия Шамина  
Банк ЗЕНИТ

*Рынок корпоративных облигаций в России по мировым меркам недостаточно развит: ощущается дефицит ликвидных инструментов, отсутствуют общепризнанные ориентиры доходности. Преодолев эти ограничения, уже в текущем году он вполне может составить достойную конкуренцию рынку внутреннего государственного долга и векселей.*

## Конъюнктура

На сегодняшний день ёмкость рынка корпоративных облигаций составляет порядка 10% объёма всех выпущенных в России долговых инструментов. Значительная налоговая нагрузка на эмиссию корпоративных облигаций и сложная процедура регистрации её в ФКЦБ России обусловили недостаточные темпы развития рынка в предшествующий период.

С точки зрения эмитента, основной альтернативой кредиту до недавнего времени оставался выпуск векселей, который не облагается налогами и не требует регистрации в ФКЦБ. Не имея ликвидного залога для получения кредита, компании используют вексельный рынок для краткосрочного финансирования.

## Структура долгового рынка

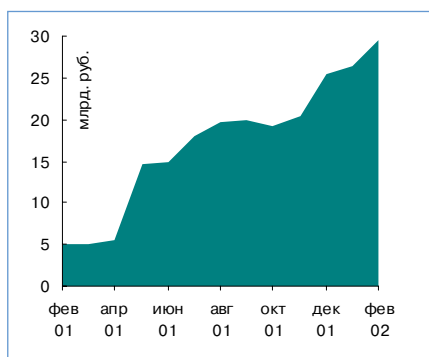


Рынок векселей пока остаётся наиболее ликвидным: объёмы торгов в течение месяца полностью покрывают общую сумму векселей, находящихся в обращении. При этом до 80% оборота формируется за счёт векселей Газпрома: объём заимствований компании на этом рынке можно оценить в 80 млрд. руб. Его монопольное положение привело к увеличению инвестиционных рисков и к преимущественно спекулятивно-

му характеру операций с векселями. В 2001 г. руководство компании огласило планы сокращения вексельной программы. Из-за отсутствия новых заимствований Газпрома происходит сжатие рынка. Уход с рынка основного игрока привёл к переориентации части инвесторов на другие сегменты рынка капитала.

В этой связи более привлекательным для инвесторов может стать рынок корпоративных облигаций, ёмкость которого за счёт новых заимствований в этом году может увеличиться в два раза. Этот рынок изначально развивался как источник инвестиционных ресурсов, на нём представлено большое число эмитентов, не способных по отдельности оказать существенное воздействие на рынок.

## Ёмкость рынка корпоративных облигаций



Привлекательность рынка корпоративных облигаций для инвесторов обусловлена также и его большей прозрачностью: большая часть сделок совершается на биржах, что практически исключает возможность неисполнения обязательств контрагентами.

## Тенденции

Несмотря на бурное развитие рынка корпоративных облигаций нерешённым остаётся ряд проблем, преодоление которых позволит рынку выйти на новый уровень развития. Среди основных ограничительных факторов развития рынка необходимо выделить: невысокий срок заимствований, недостаточное количество больших эмиссий, отсутствие отложенного механизма установления доходности в зависимости от риска. В целом для рынка в этом году будет характерно несколько тенденций.

**Увеличение сроков заимствований.** Хотя до недавнего времени большинство эмитентов выпускали облигации сроком на год и более, практически все они имели встроены механизм квартальных или полугодовых офферт, фактически делавших «длинные» бумаги «короткими». Невозможность заимствований на длительный срок была обусловлена общей макроэкономической нестабильностью и высокими кредитными рисками, отчасти связанными с отсутствием у эмитентов публичной кредитной истории.

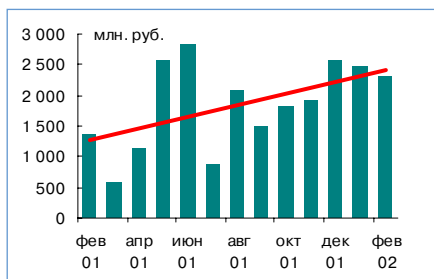
Отсутствие «длинных» облигаций осложняет возможность спекулятивной игры на ценовых колебаниях и затрудняет перспективное планирование, что отчасти объясняет невысокие торговые обороты: инвесторы покупают облигации и держат их до офферты. В этом году наметилась тенденция к увеличению сроков заимствования до года и более.

Среди новых выпусков с более длительным сроком можно выделить 9-ю серию облигаций АО «АЛРОСА», имеющих 1,5-годо-

вую оферту, 2-й выпуск АО «Нижнекамскнефтехим» с годовой офертой, 2-й выпуск НК «Славнефть», позиционируемый как годовой, годовые облигации АО «Северная нефть».

**Улучшение ликвидности.** Одной из важнейших характеристик любого рынка является его ликвидность, т.е. возможность своевременно выводить денежные средства с рынка без потери части стоимости. Ликвидность рынка корпоративных облигаций определяется количеством доступных облигаций, объёмом их эмиссии и доходностью. Чем больше инвестиционных инструментов обращается на рынке, чем выше их объём, тем привлекательнее рынок для инвесторов. Как правило, наиболее активные торги ведутся по большим эмиссиям, на сумму 800 млн. руб. и более. Это связано с тем, что в размещении и обращении может участвовать большее число инвесторов и рынок становится более конкурентным. В этом году появятся большие заимствования Славнефти, Нижнекамскнефтехима, Газпрома.

**Объём торгов по корпоративным облигациям**



Большое значение имеет также количество размещённых на рынке выпусков облигаций: чем их больше, тем шире возможности для диверсификации портфеля и снижения общего риска.

В этом году расширение рынка будет происходить как в направлении увеличения числа выпусков, так и в направлении увеличения их объёмов. Наибольшее число эмитентов будут осуществлять эмиссию на сумму 300-600 млн. руб., увеличивая тем самым количество инвестиционных инструментов. Вместе с тем, большие эмиссии будут способство-

вать росту ликвидности рынка в целом, привлекая более спекулятивно настроенных инвесторов.

Во многом перспективы рынка связываются с переориентацией Газпрома с вексельной программы на выпуск корпоративных облигаций. Однако влияние компании на рынок на данной стадии его развития не будет столь значительным, как в случае с векселями: доля Газпрома вряд ли превысит 20% ёмкости рынка.

В целом можно позитивно оценить перспективы ликвидности на рынке корпоративных облигаций: в этом году при самом пессимистичном сценарии средние обороты могут возрасти в два раза.

**Установление зависимости между надёжностью эмитента и доходностью.** Недостаточный уровень информационной прозрачности большинства российских эмитентов и отсутствие у них публичной кредитной истории обусловили высокий уровень кредитных рисков, связанных с инвестированием в корпоративные облигации.

На Западе существует чёткая взаимосвязь между финансовым состоянием эмитента, оцениваемым авторитетными рейтинговыми агентствами, и доходностью его облигаций: для каждой группы компаний, имеющих одинаковый инвестиционный рейтинг, существует кривая доходности, отображающая изменение процентных ставок в зависимости от срока инвестиций.

На российском рынке градации облигаций в зависимости от риска до недавнего времени практически не существовало. В начале 2001 г. разница между доходностью облигаций наиболее надёжных эмитентов и junk bonds не превышала 1-2%. На сегодняшний день эта разница составляет 4-5%.

Наглядно проиллюстрировать это можно на примере облигаций Татнефти и РТК-Лизинга: имеющие низкий риск инвестирования облигации Татнефти торгуются сейчас под 17% годовых к оферте, а более рискованные облигации РТК-Лизинга — под 21%.

Инвесторы стали более чувствительны к риску, эмитенты реагируют

на это адекватно. Уже порядка десяти российских компаний получили международные кредитные рейтинги. Среди них ММК, АЛРОСА, МГТС, Татнефть, ОМЗ.

### Предстоящие эмиссии

В 2001 г. число компаний, осуществивших эмиссию облигаций, достигло 30, а ёмкость рынка составила 25 млрд. руб. В 2002 г. эмитенты будут использовать долговое финансирование на рынке корпоративных облигаций. Анонсировали свои планы по размещению корпоративных облигаций как компании, уже имеющие опыт публичных заимствований, так и новички на рынке.

Перечень инструментов расширится после крупных размещений Славнефти, Аэрофлота и Нижнекамскнефтехима. Среди облигаций, которые будут наиболее востребованы инвесторами, можно выделить 9-й выпуск АО «АЛРОСА», 2-й выпуск Славнефти, 2-й выпуск Нижнекамскнефтехима, облигации Газпрома.

*Славнефть.* 14 марта 2002 г. состоялось размещение второго выпуска облигаций Славнефти на сумму 2 млрд. руб. Андеррайтером выпуска стала ИК «Тройка Диалог», соорганизаторами — Банк Москвы, Росбанк, ММБ, Банк «ЗЕНИТ». Срок обращения облигаций составит два года, предусмотрена выплата четырёх полугодовых купонов, ставка первого будет определена по итогам размещения (прогнозируется на уровне 19,5% годовых), ставка последующих будет корректироваться с учётом изменения доходности рынка ГКО-ОФЗ.

Эмитент опубликовал две безотзывные оферты: первая на выкуп облигаций через полгода после размещения по цене 99,23% от номинала, вторая — через год по цене 100%. Доходность облигаций составит к первой оферте 17,66%, ко второй — 20,07%. Первая оферта воспринимается эмитентом лишь как инструмент повышения ликвидности, облигация позиционируется как годовая. |