всего с дефицитом ликвидности на глобальном рынке, объем первичного рынка в 2008 году если и сократится, то незначительно. Основная причина подобной активности — необходимость для многих эмитентов рефинансировать сделанные ранее займы. Это уже подталкивает вверх процентные ставки и доходности по размещаемым бумагам и делает на вторичном рынке более четкими границы между эшелонами в зависимости от кредитного качества эмитентов. Смена тенденции обуславливает увеличение биржевой ликвидности на вторичном рынке как корпоративных, так и региональных облигаций.

Основным нововведением 2007–2008 годов на долговом рынке являются биржевые облигации. Выпуск биржевых облигаций осуществляет эмитент, чьи акции включены в котировальный список фондовой биржи. Основное их отличие от классических корпоративных в том, что регистрация эмиссии и эмиссионных документов осуществляется фондовой биржей (в том числе признание размещения несостоявшимся или выпуска недействительным). Срок обращения — не более одного года с даты начала размещения. Способ размещения — путем открытой подписки на фондовой бирже. Уведомительный порядок подведения итогов размещения. В марте этого года уже прошли первые размещения биржевых облигаций — ОАО «РБК Информационные системы» на сумму 1,5 млрд рублей и двух выпусков ОАО АвтоВАЗ общим объемом 2 млрд рублей.

BG: С точки зрения технологии построения рынка чем отличается рынок корпоративных бондов от рынка государственных?

А. П.: Основным отличием в организации рынка государственных ценных бумаг от корпоративного рынка является то, что ММВБ не выступает на нем организатором торгов, который устанавливает порядок проведения операций, а лишь выполняет функции торговой системы на основании договора с Банком России. Все решения в отношении структуры рынка и правил проведения операций принимаются Министерством финансов России и Банком России. В то же время на рынке корпоративных облигаций ММВБ сама устанавливает правила проведения операций.

Еще одним существенным различием этих рынков является жесткая двухуровневая схема участия на рынке государственных ценных бумаг: первый уровень — дилеры (профессиональные участники, заключившие соответствующий договор с Банком России), второй уровень — инвесторы (конечные владельцы облигаций, не являющиеся дилерами). Принятие решения о допуске участника на рынок госбумаг и присвоении статуса дилера является функцией Банка России.

С точки зрения построения механизма расчетов отличительной чертой рынка государственных ценных бумаг является межрегиональная инфраструктура, благодаря которой участники могут участвовать в торгах, не перегоняя денежные средства в Москву.

В то же время технологии функционирования в части их технической реализации на обоих рынках достаточно близки.

BG: А с точки зрения этапов и динамики развития каково, на ваш взгляд, основное сходство и различие рынков государственных и корпоративных облигаций?

А. П.: Динамика развития рынка госбумаг в значительной части определяется эмиссионной политикой Министерства финансов. В последние годы наблюдается стабильное увеличение объема рынка, а благодаря четкой политике внутренних заимствований данное увеличение формируется за счет формирования эталонных выпусков. Необходимо отметить и уже упоминавшийся мною бурный рост операций репо с государственными ценными бумагами, причем как прямого репо с Банком России, так и междилерского репо. За три предыдущих года оборот операций репо с госбумагами увеличился более чем в десять раз. Обороты вторичного рынка также стабильно растут.

Внутренний рынок корпоративных облигаций у нас развивался чрезвычайно интересно и динамично. Он прежде всего очень самобытен: Россия чуть ли не единственная страна мира, где облигации компаний размещаются и обращаются на бирже, а не на внебиржевом рынке. Этот феномен объясняется просто: своему успешному старту в 1999 году он во многом обязан разрешению Банка России использовать для покупки облигаций компаний средства нерезидентов, находящиеся на специальных счетах типа С после финансового кризиса августа 1998 года. При этом особо оговаривалось, что размещение облигаций должно быть биржевым. Больший объем размещений корпоративных облигаций 1999–2000 годов проходил именно с использованием этих средств.

2001 год стал во многом переломным: постепенно становилось ненужным использовать корпоративные облигации для движения денежных средств со счетов типа С, и было непонятно, нужен ли российскому финансовому рынку новый инструмент. Именно в том году единственный раз за всю историю рынка рублевых облигаций снизился объем первичного предложения. Прежде всего это произошло из-за нежелания большинства эмитентов высокого и среднего кредитного качества привлекать через размещение облигаций заемные средства по ставкам 12–18% годовых, тогда как кредиты в банках, пускай и под залоговое обеспечение, обходились этим компаниям дешевле. В то же время круг инвесторов был еще достаточно узок и состоял в основном из нерезидентов, которые не видели целесообразности покупки российских долгов за рубли без использования счетов типа С. Кроме того, они просили от эмитентов существенную премию по доходности за ряд дополнительных рисков — первый выход эмитента на рынок, длительный срок, который должен был пройти между периодом размещения и обращения займа, а также за неразвитую на тот момент с нормативно-технологической точки зрения процедуру эмиссии. Но постепенно внутренняя рублевая ликвидность увеличивалась, и иностранные и крупные российские банки начали искать более доходные инструменты для вложения, в том числе рассматривая корпоративные облигации.

В период 2002–2005 годов произошел впечатляющий как количественный, так и качественный рост рынка. Ежегодно его объем практически удваивался. Расширился круг инвесторов — прежде всего за счет российских банков первого круга, также постепенно в рынок начали входить средние и небольшие российские банки и специализированные институциональные инвесторы — управляющие компании, ПИФы, пенсионные фонды. Государство, в свою очередь, активно способствовало развитию биржевого рынка облигаций, дорабатывая процедуру структурирования и размещения облигаций и давая нормативную возможность проводить операции с корпоративными облигациями новым группам инвесторов — они были включены в ломбардный список Банка России, НПФ и ПИФам разрешили держать в них часть своих резервов и т. п.

Как следствие, на рынке стали часто появляться новые имена — значительно расширился и диверсифицировался по отраслям спектр компаний—эмитентов облигаций. ФСФР России, банками—организаторами эмиссий, депозитарием и биржей было разработано или адаптировано для российского рынка огромное количество технологических новаций, касающихся структурирования займа, способа размещения, технологий досрочного выкупа и погашения облигаций.

К 2006 году российский рынок корпоративных облигаций в целом сформировался. Определились основные группы заемщиков и инвесторов. Произошла стандартизация основных технологий. 2006–2007 годы можно охарактеризовать как период, когда рынок нашел точку равновесия и перешел, несмотря на время от времени возникающие проблемы, от интенсивного развития к поступательному.

«У ММВБ НЕТ ЦЕЛИ НЕМЕДЛЕННО НАКАЗАТЬ КОМПАНИЮ ЗА НАРУШЕНИЕ ТРЕБОВАНИЙ ЛИСТИНГА»

BG: А как на рынке корпоративного долга осуществляется контроль качества инструментов?

А. П.: Основной биржевой инструмент контроля качества соответствующих корпоративных инструментов — процедуры листинга. На ФБ ММВБ существует многоуровневая система котировальных списков, каждый из которых содержит определенные требования к эмитентам корпоративных облигаций. Требования включают в себя величину капитализации эмитента, срок его существования, безубыточность деятельности, структуру капитала, уровень ликвидности рынка его облигаций и, наконец, соответствие стандартам корпоративного управления, также устанавливаемым биржей. Наиболее жесткие требования применяются к эмитентам облигаций, включаемым в котировальный список А первого уровня. Основная задача биржевого листинга — обеспечение допуска к торгам ликвидных финансовых инструментов высоконадежных эмитентов и снижение рисков участников торгов и инвесторов, связанных с раскрытием информации компаниями-эмитентами. В течение всего периода нахождения ценной бумаги в котировальном списке ФБ ММВБ данная облигация, а также ее эмитент должны соответствовать биржевым требованиям. Именно с этой целью ФБ ММВБ проводит мониторинг выполнения эмитентом стандартов корпоративного управления или процедуры поддержания ценной бумаги в котировальном списке.

BG: И что делают с нарушителями конвенций?

А. П.: В случае выявления нарушений требований или нарушения сроков предоставления сведений и документов, подтверждающих соблюдение этих требований, биржа направляет эмитенту уведомление, содержащее указания на выявленные нарушения с указанием срока, в течение которого такие нарушения должны быть устранены. У ФБ ММВБ нет цели немедленно наказать компанию за нарушение требований листинга и провести процедуру делистинга, хотя она и вправе это сделать. Биржа дает эмитенту возможность исправить допущенные нарушения. Срок, в течение которого должно быть устранено выявленное нарушение, определяется биржей в зависимости от характера нарушения, но такой срок не может превышать шесть месяцев. Но уже по истечении этого срока, в случае если нарушения не устранены, принимается решение либо об изменении уровня листинга, либо ценная бумага делистингуется.

BG: Каковы сейчас основные риски на рынке корпоративных облигаций, в том числе связанные с проблемами с ликвидностью? Есть ли какие-либо планы действий на случай дефолта кого-либо из эмитентов?

А. П.: По мнению экспертов, основным риском для внутреннего рынка облигаций является возвращение на него крупных российских заемщиков, которые уже давно занимают в больших объемах за рубежом и вследствие кризиса ликвидности на глобальном рынке испытывают проблемы с рефинансированием погашаемых займов. Крупные для российского фондового рынка объемы размещений заемщиков такого класса способны создать на первичном рынке значительный «навес» предложения инструментов высокого качества с хорошей доходностью и «растолкать локтями» эмитентов второго и третьего эшелона в борьбе за деньги инвесторов. Нарушение достигнутого баланса предложения, который только-только с начала года пытается нащупать российский внутренний рынок, может теоретически привести к дефолту нескольких компаний-эмитентов. Но даже если это и произойдет, то мы не ожидаем волны дефолтов заемщиков среднего и невысокого кредитного качества. Прежде всего потому, что такого рода заемщики стали заранее готовиться к кризису и в настоящее время в большинстве своем имеют в разной степени готовности другие источники рефинансирования задолженности — накопленные собственные средства, кредитные или залоговые линии в банках, готовят продажу части бизнеса как через частное размещение, так и через проведение IPO.

BG: Какие самые напряженные и самые курьезные моменты в истории развития рынков ГКО/ОФЗ и корпоративных облигаций вы могли бы отметить?

А. П.: Самым курьезным моментом можно считать период 2001–2003 годов. Рынок только искал себя, и банки-организаторы, чтобы привлечь эмитентов и инвесторов, пытались конструировать очень нагроможденные структуры эмиссии, используя все известные и неизвестные приемы. Вспоминаются плавающие купоны, привязанные к инфляции и курсу доллара, обеспечение выпуска облигаций акциями других компаний, погашение части номинальной стоимости в дату выплаты купонного дохода, новации уже обращающихся облигаций в облигации размещаемого выпуска и т. п. Получались настолько «интересные» и «продвинутые» выпуски облигаций, что многие инвесторы просто не могли в них разобраться. Как следствие, такие облигации часто так и оставались в портфеле банка-организатора вплоть до их погашения.

Также отмечу, что из-за специфического старта российского рынка облигаций на нем постоянно присутствовала глобальная тенденция по снижению доходности. И как только доходность опускалась до определенного уровня, на рынок одновременно рассчитывало выйти большое количество эмитентов с объемами эмиссий, намного превышающими спрос по доходностям, сложившимся на тот момент. Это создавало на рынке «навес» первичного предложения и могло вызвать резкое увеличение доходности как по размещаемым, так и по обращающимся выпускам облигаций. Тем самым мог быть нанесен существенный удар по эмитентам, которые не смогли бы размещать новые выпуски с приемлемыми уровнями объемов и доходностей. А также по инвесторам, которые могли понести существенные убытки из-за снижения цены по облигациям, обращающимся на вторичном рынке. На российском рынке корпоративных облигаций такое происходит с достаточной периодичностью, но все же хочется выделить два особенно длительных периода, в течение которых рынок пытался найти и нашел равновесие между аппетитами эмитентов и инвесторов: лето 2003-го — зима 2004-го и лето 2007-го — зима 2008-го.

BG: Какие дальнейшие тенденции в развитии рынка облигаций вы бы отметили?

А. П.: Сегодня можно говорить об однозначной тенденции опережающего развития рынка корпоративных облигаций. Зародившись намного позже рынка госбумаг и долгое время уступая ему по объему, к концу 2007 года рынок корпоративных облигаций обошел рынок госбумаг по номинальной стоимости. А в конце марта этого года его объем составил более 1235 млрд рублей против 1081 млрд рублей рынка госбумаг. И несмотря на планы Минфина РФ существенно увеличить в 2008–2010 годах заимствования на внутреннем рынке, разрыв между рынком корпоративных облигаций и гособлигаций в дальнейшем будет только расти. Уже сейчас на Фондовой бирже ММВБ торгуется более 700 выпусков облигаций 508 эмитентов различного кредитного качества.

Такая степень развития рынка корпоративных облигаций предъявляет повышенные требования к «приборам навигации» на нем, к которым в первую очередь относятся различные индексные индикаторы. Именно поэтому ММВБ осуществила переработку семейства индексов рынка корпоративных облигаций, результатом чего стало создание индекса MICEX CBI, являющегося преемником рассчитываемого в настоящее время индекса RCBI. Основным отличием MICEX CBI от «старого» индекса является ужесточение требований к входящим в базу расчетов облигациям — как в плане сроков до погашения, объема выпуска и среднедневного оборота торгов, так и в связи с появлением требований по рейтингу международных рейтинговых агентств.

Интервью взяла АЛЕКСАНДРА МАМАЕВА

«СЕГОДНЯ МОЖНО ГОВОРИТЬ О ТЕНДЕНЦИИ ОПЕРЕЖАЮЩЕГО РАЗВИТИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ. ЗАРОДИВШИСЬ НАМНОГО ПОЗЖЕ РЫНКА ГОСБУМАГ И ДОЛГОЕ ВРЕМЯ УСТУПАЯ ЕМУ ПО ОБЪЕМУ, К КОНЦУ 2007 ГОДА РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ОБОШЕЛ РЫНОК ГОСБУМАГ»

↑