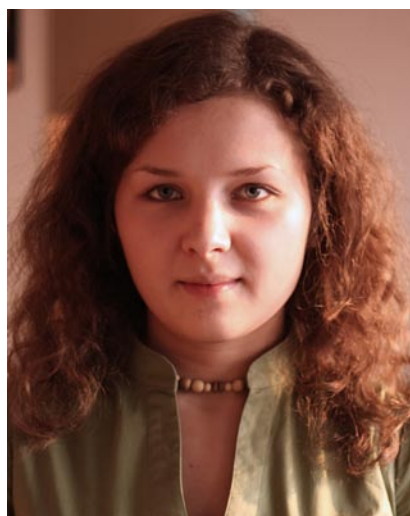


Рынок корпоративных облигаций: «архимедов рычаг» российской финансовой системы



Рынок корпоративных облигаций – особый сегмент финансового рынка, который в национальной финансовой системе может сыграть роль «архимедова рычага», способного существенно повысить ее конкурентоспособность и тем самым уменьшить зависимость экономики от внешних заимствований.

А.А. ПЕСТОВА, эксперт Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП)

Рынок корпоративных облигаций, несмотря на его скромные размеры (в большинстве стран – в несколько раз меньше рынка банковского кредитования), выполняет важную функцию, занимая значимую нишу в национальной финансовой системе.

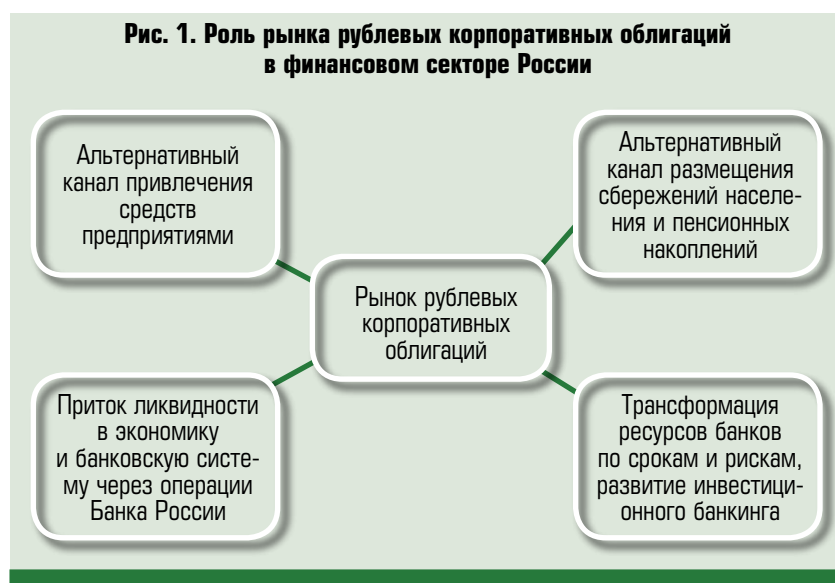
Роль в финансовой системе России

Для российской финансовой системы рынок корпоративных облигаций (рис. 1) может оказаться удачным инструментом решения ряда существующих проблем.

Трансформация ресурсов банков по срокам и рискам. Отечественная банковская система имеет ограниченные возможности для долгосрочного кредитования без ущерба собственной ликвидности, поскольку опирает-

ся в основном на краткосрочные пассивы. Корпоративные облигации – более ликвидный инструмент, чем кредиты, поэтому банки могут инвестировать в долгосрочные облигации на короткие сроки,

а не держать их до погашения. Таким образом, у кредитных организаций появляется возможность трансформировать короткие ресурсы банков в длинные займы корпораций.



Повышение уровня организованных сбережений населения. Рост рынка корпоративных облигаций в сочетании с институтом коллективных инвестиций создаст предпосылки для новых инструментов сбережения денежных средств населения.

Устранение дефицита инструментов рефинансирования для поддержки ликвидности банковского сектора. Рефинансирование банков под залог корпоративных ценных бумаг способствует повышению ликвидности кредитных организаций, в то время как беззалоговое кредитование Банком России ограничено возможностями монетарных властей принимать на себя повышенные риски.

Обеспечение доходности пенсионных накоплений и их пополнение за счет доходов, полученных в результате инвестирования в экономику, а не перераспределения средств внутри бюджета. До недавнего времени средства Государственной управляющей компании (ГУК) Пенсионного фонда России практически полностью инвестировались в государственные ценные бумаги. Вложение пенсионных накоплений в сопоставимые по срокам высоконадежные корпоративные облигации создаст источник дополнительных средств для пенсионной системы.

Снижение стоимости заимствований для реального сектора. Рынок корпоративных облигаций – альтернатива банковскому кредитованию. С его развитием повысится конкуренция на долговом рынке, которая будет способствовать уменьшению стоимости заимствования для компаний, традиционно высокой на отечественном рынке.

До кризиса развитие рынка корпоративных облигаций подавлялось наличием мощных альтернатив: для крупных и перспективных заемщиков – рынок еврооблигаций, для массовых – банковское кредитование. Кроме того, отсутствие механизмов рефинансирования под залог корпоративных облигаций не позволяло обеспечивать ликвидность этих бумаг;

не были развиты механизмы защиты облигационеров и система национальных кредитных рейтингов, доступная для некрупных компаний. Низкий уровень развития институтов, а также отсутствие истории дефолтов повлекли за собой деформацию структуры рынка в сторону низконадежных инструментов и спекулятивных инвестиций.

Финансовый и макроэкономический кризис стал катарсисом, серьезно потрясшим рынок, но одновременно обусловившим его возрождение и быстрое развитие. Возросли количественные показатели рынка (объем выпусков, оборот и др.), повысилось качество эмитентов, произошли позитивные институциональные изменения.

Основными причинами такого бурного роста являются следующие:

- снижение возможности привлекать средства на альтернативных рынках;
- широкое использование корпоративных облигаций в качестве инструмента залога при рефинансировании банков в Банке России;
- появление после пика кризиса (со II квартала 2009 г.) на балансах банков избыточной рублевой ликвидности, которая не могла быть немед-

ленно размещена в кредиты конечным заемщикам из-за слишком высоких рисков. Банки предпочли кредитам корпоративные облигации высоконадежных эмитентов;

- существенное падение цен на корпоративные облигации в результате кризиса, что привело к росту доходности, а после стабилизации ситуации на рынках привлекло спекулятивных инвесторов.

Изменение ключевых параметров рынка в результате кризиса

Рост объема рынка

Несмотря на кризис, рынок рублевых корпоративных облигаций продолжал демонстрировать динамичный рост – 39,4% в 2009 г. (рис. 2). В частности, это связано с сокращением банковского кредитования (темп прироста кредитного портфеля нефинансовым предприятиям в 2009 г. составил 1,2 против 34% в 2008 г.) и закрытием внешних рынков (российскими корпоративными заемщиками на рынках еврооблигаций и синдицированного кредитования было привлечено 21,4 млрд долл., а погашено – 43,4 млрд).

В результате произошло изменение структуры долгового рынка корпоративного сектора России.

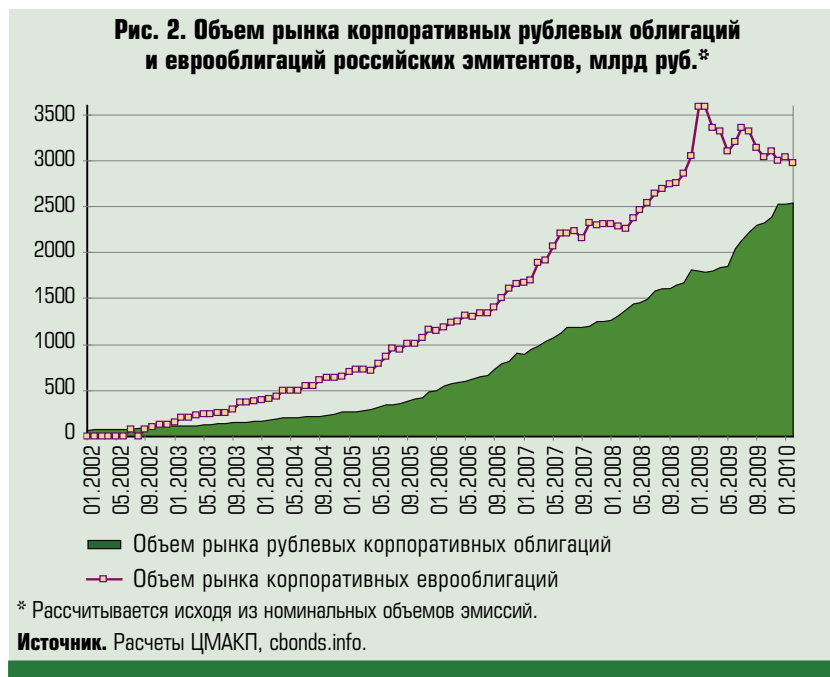
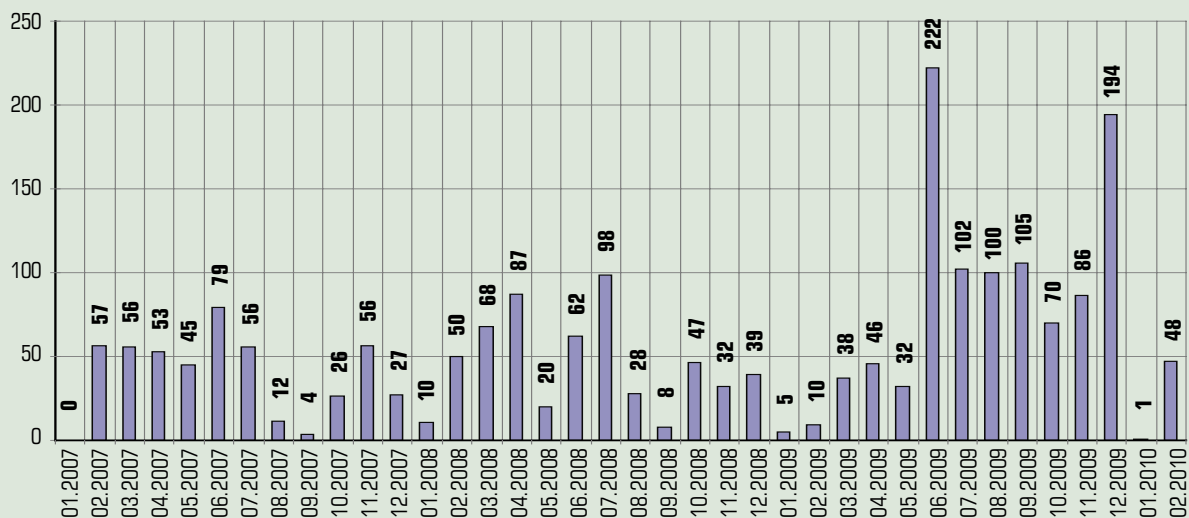


Рис. 3. Динамика объемов первичных размещений корпоративных облигаций, млрд руб.



Источник. Cbonds.info.

Доля рублевых корпоративных облигаций в суммарном его объеме выросла с начала кризиса с 8% на 01.09.2008 до 12 на 01.01.2010, что сопоставимо с долей корпоративных еврооблигаций.

Рост объемов первичных размещений

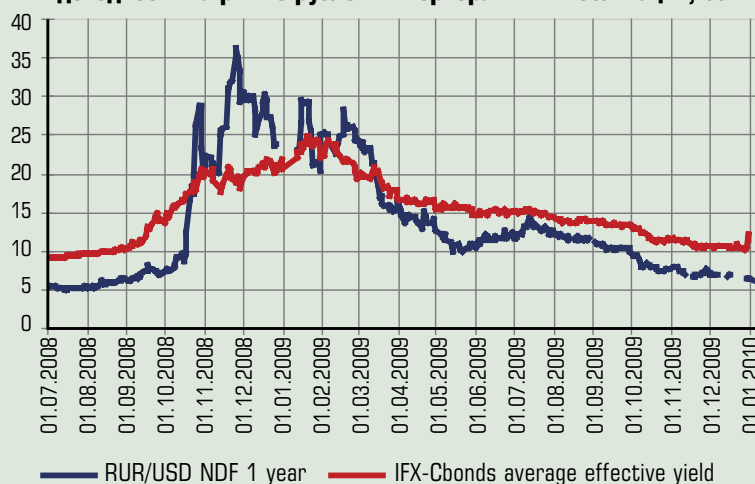
Среднемесячные объемы первичных размещений существенно превысили докризисный уровень (рис. 3). Рынок корпоративных облигаций прошел дно кризиса в январе–феврале 2009 г. – именно в этот период наблюдалось почти полное отсутствие новых выпусков.

В конце 2008-го – начале 2009 г. были сильны девальвационные ожидания экономических агентов. В итоге доходность по беспоставочным форвардным контрактам (Non-Deliverable Forward, NDF) на валютную пару RUR/USD превышала доходность по рублевым корпоративным облигациям. Выгоднее было играть на валютном рынке, чем держать корпоративные облигации, – спрос на новые выпуски практически отсутствовал (рис. 4).

Рост среднего объема эмиссии одного выпуска

Во время кризиса средний объем эмиссии на внутреннем облигационном рынке заметно вырос (рис. 5). Это связано с выхо-

Рис. 4. Доходность операций на валютном рынке и средневзвешенная доходность на рынке рублевых корпоративных облигаций, %



Источник. Cbonds.info.

Рис. 5. Средний объем эмиссии на рынке рублевых корпоративных облигаций, млрд руб.



Источник. Расчеты ЦМАКП, cbonds.info.

СПРАВКА

Инфраструктурные облигации – ценные бумаги, эмитируемые специализированной проектной организацией (СПО), для финансирования создания и/или реконструкции объектов инфраструктуры, исполнение обязательств по которым обеспечено государством.

Основные черты инфраструктурных облигаций:

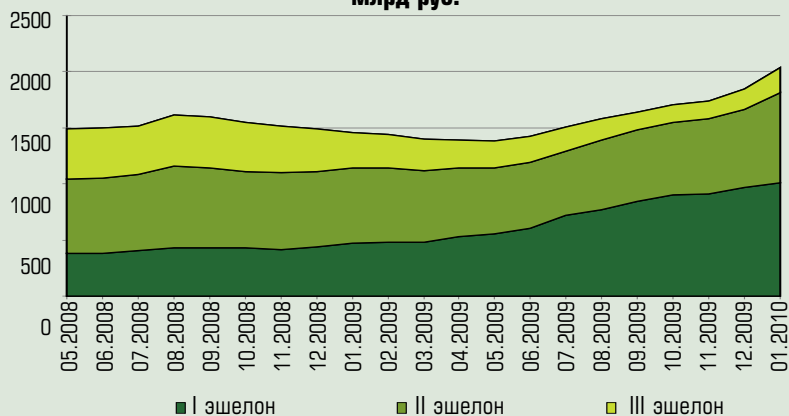
- низкая доходность;
- срок от 5 до 25 лет;
- целевой характер использования средств;
- обязательное обеспечение не только залогом будущих денежных поступлений от эксплуатации объекта инфраструктуры, но и государственными гарантиями и/или банковской гарантией ВЭБа;
- для эмиссии создается специальная проектная организация (которая не имеет права участвовать в коммерческих организациях и выплачивать дивиденды; должна иметь специальный банковский счет; не имеет права отчуждать объекты инфраструктуры);
- ставка по купону облигации определяется как максимальное значение из двух показателей: ставка сделок прямого РЕПО Банка России плюс фиксированная маржа, уровень годовой инфляции в РФ плюс фиксированная маржа.

дом на рынок крупных игроков, привлекавших ранее займы на внешнем рынке (Транснефть – 3 выпуска в 2009 г. на общую сумму 135 млрд руб., Северсталь – 1 выпуск на 15 млрд) или вообще не привлекавших заемные средства на открытом рынке (Атомэнергопром – 2 выпуска на 50 млрд руб., Башнефть – 2 выпуска на 50 млрд). Важным событием для первичного рынка было размещение облигаций РЖД (7 выпусков на 100 млрд руб.), которые позиционировались эмитентом как инфраструктурные.

Изменение структуры эмитентов в пользу высоконадежных, вымывание компаний третьего эшелона

Рост среднего объема эмиссии одного выпуска можно также объяснить изменением структуры рынка в пользу эмитентов первого эшелона – наиболее крупных компаний с лучшим кредитным качеством. В период кризиса инвесторы пересмотрели свое отношение к риску, – спросом стали пользоваться бумаги крупных компаний с понятной системой корпоративного управления и регулярно публикуемой отчетностью. Одновременно первичный рынок был почти полностью закрыт для компаний третьего эшелона, что привело к вымыванию их с рынка (рис. 6).

Рис. 6. Структура внутреннего облигационного рынка по эшелонам, млрд руб.*



* При расчете объема рынка за соответствующий месяц был исключен объем бумаг, выкупленных с рынка по оферте до этой даты, и бумаг, по которым был ранее объявлен дефолт.

Источник. Инвестиционный банк «ТРАСТ».

Рис. 7. Объемы первичных размещений корпоративных облигационных займов, млрд. руб., и средневзвешенные доходности, % годовых, правая шкала



Источник. Расчеты ЦМАКП, cbonds.info.

Рост стоимости привлечения средств на рынке

Другим последствием экономического кризиса для рынка корпоративных облигаций стал рост процентных ставок (рис. 7). Пик стоимости ресурсов пришелся на I квартал 2009 г. Со II квартала стабилизация на валютном рынке создала предпосылки для нормализации уровня доходности. Одновременно избыток свободной ликвидности в банковской системе вызвал понижение доходности, а также приток на рынок спекулятивного иностранного капитала. Однако, несмотря на действие этих факторов, средние ставки на рынке корпоративных облигаций все еще остаются выше, чем до кризиса.

Снижение ликвидности рынка

В 2009 г. происходили существенные колебания ликвидности корпоративных облигаций на вторичном рынке. Кризис привел к значительному снижению ликвидности корпоративных облигаций: ежедневный объем торгов упал ниже аналогичного показателя 2002-го – начала 2003 г. и составил менее 0,4% от номинала (рис. 8). Однако затем произошло восстановление вторичного рынка (по тем же причинам, что и первичного), и к концу 2009 г. докризисный уровень был почти достигнут.

Торги бумагами всех эшелонов практически отсутствовали в январе–феврале 2009 г. В период острой фазы кризиса наиболее ликвидными были облигации компаний первого эшелона, а во втором полугодии ликвидность быстрее всего начала восстанавливаться в сегментах первого и второго эшелонов. Ликвидность бумаг третьего эшелона так и не вернулась на докризисный уровень.

Сокращение средних сроков заимствований

Важным последствием кризиса для рынка корпоративных облигаций стало снижение сроков

заимствования. Это связано с ростом неопределенности относительно будущей экономической активности, что приводит к сокращению сроков инвестирования. Средняя дюрация на внутреннем рынке корпоративных облигаций во время кризиса опускалась ниже 1 года. Следует отметить, что по уровню среднего срока заимствования внутренний облигационный рынок существенно проигрывает внешнему (1–2 года против 4–5 лет), и в ближайшее время этот разрыв вряд ли сократится.

Институциональное развитие рынка, стимулированное кризисом

Помимо количественных на рынке корпоративных облигаций происходили также качественные изменения. Из-за массовых случаев дефолтов были сделаны определенные шаги для защиты прав держателей корпоративных облигаций.

Введение института общего собрания владельцев облигаций

Были внесены поправки в Закон «О рынке ценных бумаг», предусматривающие введение в России института общего собрания владельцев облигаций. Новая

законодательная схема, с одной стороны, значительно упростит процесс реструктуризации займов для эмитентов, с другой – даст возможность инвесторам участвовать в стратегическом управлении компанией.

Централизованная площадка для обсуждений позволит инвесторам более полно доносить свою позицию для эмитента, отстаивать интересы в суде, назначать своего представителя в компанию, испытывающую трудности с исполнением обязательств, контролировать процесс реструктуризации долга.

Ужесточение требований к выпуску облигаций

Согласно новым положениям Закона «О рынке ценных бумаг», уставный капитал компаний, осуществляющих эмиссию облигаций, должен быть полностью оплачен, а номинальная стоимость бумаг не может превышать размера уставного капитала и/или величины обеспечения, предоставленного в этих целях третьими лицами. В случае отсутствия обеспечения компания вправе эмитировать облигации не ранее 3-го года существования, она также должна иметь годовую бухгалтерскую отчетность за предыдущие 2 года¹.

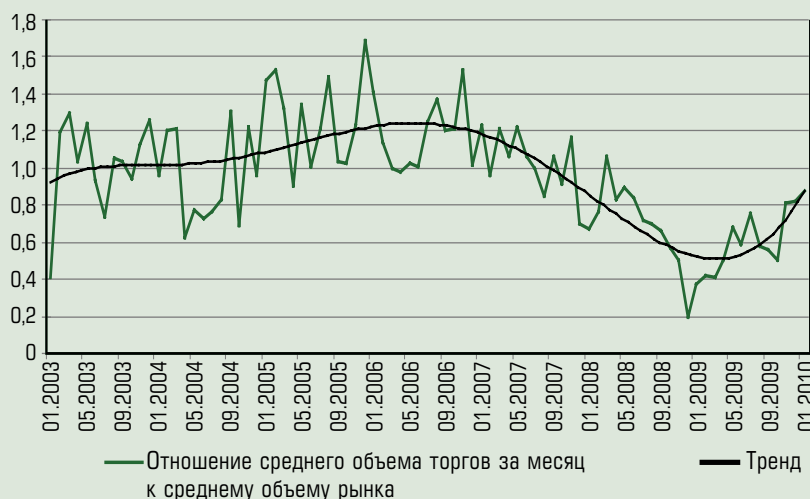
Ужесточение условий поручительства по облигациям

Новая редакция упомянутого Закона «О рынке ценных бумаг» гласит, что поручителями по выпуску облигаций вправе выступать коммерческие организации, стоимость чистых активов которых не меньше суммы предоставляемого поручительства, государственные корпорации или компании, а также международные финансовые организации.

Разработка закона об инфраструктурных облигациях

В процессе доработки находится проект Закона «Об инфраструктурных облигациях». При-

Рис. 8. Отношение среднего объема торгов за месяц к среднему объему рынка, %



Источник. Инвестиционный банк «ТРАСТ», расчеты ЦМАКП.

¹Приведенные выше требования к выпуску не распространяются на облигации с ипотечным покрытием; на облигации компаний, ценные бумаги которых прошли процедуру листинга на фондовой бирже или имеющим кредитный рейтинг одного из аккредитованных рейтинговых агентств не ниже определенного уровня; на облигации, предназначенные для квалифицированных инвесторов.

нятие данного закона направлено на привлечение средств для финансирования инфраструктурных проектов, а также на формирование на внутреннем рынке сегмента надежных и потому привлекательных для широкого круга инвесторов бумаг.

Необходимость принятия подобного закона была особенно остро осознана в период кризиса, поскольку государство стало испытывать существенный дефицит финансовых ресурсов, в том числе для финансирования инфраструктуры, а облигационный рынок, образно говоря, буксовал из-за отсутствия на рынке широкого класса надежных бумаг.

Закон «Об инфраструктурных облигациях» позволит разграничить кредитный риск и риск конкретного проекта. Инфраструктурные облигации – привлекательный инструмент для консервативных инвесторов (в том числе для ГУК Пенсионного фонда России), поскольку предоставление государственных гарантий обеспечивает высокий уровень надежности. Кроме того, данный инструмент станет пользоваться спросом у банков, так как ставка по инфраструктурным облигациям будет привязана к ставке по операциям РЕПО с Банком России. Это означает, что у банков появятся стимулы получить кредит под залог этих бумаг.

Принятие компаниями-эмитентами ковенант

Случаи дефолтов на внутреннем облигационном рынке показали, что уязвимость прав держателей облигаций стимулирует эмитентов к недобросовестному поведению: совершение сделок, ухудшающих материальное положение компании-эмитента, отчуждение активов, вывод денежных средств, непредоставление отчетности и т.п. Во время острой фазы кризиса компании, пользуясь



паническими настроениями инвесторов, объявляли досрочно о своей неплатежеспособности и навязывали невыгодные условия реструктуризации долга (выкуп облигаций с дисконтом 20–30%, рассрочка по основному долгу 2–3 года и т.д.). В ответ на такие действия инвесторы снизили спрос на незащищенные облигации, требуя финансовых и прочих ковенант², а также дополнительных случаев дефолта³ в эмиссионных документах или условиях реструктуризации. Примером является принятие ковенант группой компаний ГАЗ в процессе переговоров о реструктуризации облигационного займа.

Воздействие кризиса на основные группы участников рынка

Влияние на предприятия – заемщиков на рынке корпоративных облигаций

В первую очередь, кризис на рынке корпоративных облигаций затронул компании, ранее разме-

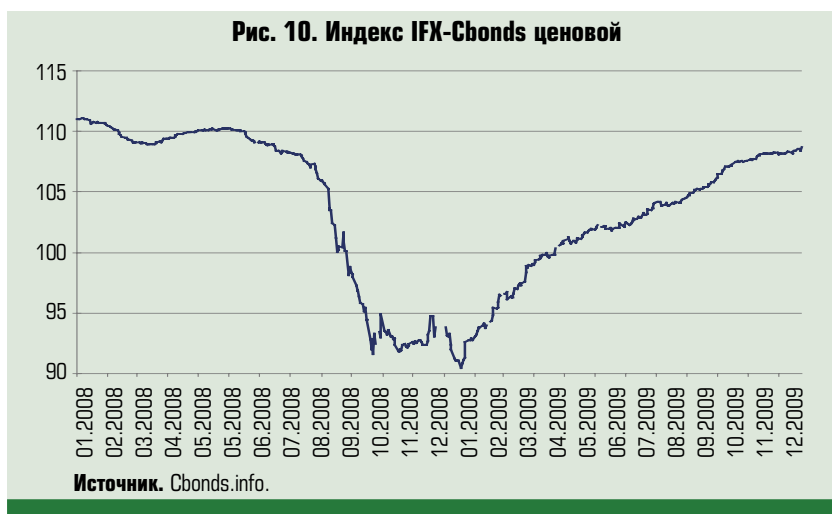
щавшиеся на этом рынке или планировавшие размещения. Кризис на рынках сбыта продукции и банковского кредита негативно сказался на ликвидных ресурсах компаний. Существенно выросло число дефолтов. Если до сентября 2008 г. это были единичные случаи, то с началом кризиса происходило до нескольких дефолтов в день. Ряд компаний были на грани банкротства.

Наиболее уязвимыми отраслями в период кризиса по частоте несвоевременного исполнения обязательств оказались торговля, банки, транспорт, сельское хозяйство, строительство и машиностроение (рис. 9). Компании с высоким уровнем долга допускали дефолты вне зависимости от отраслевых рисков. Кроме того, кризис обнажил проблемы корпоративного управления компаниями, особенно в условиях высокой долговой нагрузки.

Основным последствием дефолтов является либо реструктуризация долга, либо запуск процедуры банкротства компании.

² Ковенанты – ограничения, налагаемые на компанию. Примеры ковенант: ограничение по реорганизации эмитента/поручителя, поддержание определенного соотношения долг/ЕБИТДА и т.п.

³ Дополнительные случаи дефолта – события, наступление которых влечет за собой право досрочного погашения облигаций. Примеры дополнительных случаев дефолта: кросс-дефолт (факт неплатежей по прочим обязательствам эмитента), банкротство поручителя, неисполнение ковенант, неопубликование финансовой отчетности и т.п.



В российской практике более распространена реструктуризация, так как в случае конкурсного производства в результате признания компании банкротом степень возмещения (recovery ratio) по необеспеченному долгу очень низка. Это связано с тем, что права требования владельцев облигаций, не обеспеченные залогом, удовлетворяются в последнюю очередь (после персонала и обеспеченных кредиторов). По оценкам ЦМАКП и данным cbonds.info, около половины дефолтов в России в 2008–2009 гг. заканчивались реструктуризацией.

Практика реструктуризаций в России производит двоякое впечатление. С одной стороны, есть примеры положительных рест-

руктуризаций с принятием компанией ковенант, что приводит к повышению защищенности прав держателей облигаций и является сигналом успешно проведенной процедуры, поскольку учтены интересы обеих сторон. С другой стороны, немало случаев и неудачных реструктуризаций, приведших к повторному дефолту.

Влияние на институциональных инвесторов – держателей корпоративных облигаций

В результате падения цен на облигации в конце 2008-го – начале 2009 г. (рис. 10) институциональные инвесторы, осуществляющие размещение средств населения (ПИФы, негосударственные пенсионные фонды), зафиксиро-

вали убытки, которые не всем удалось погасить в 2009 г.

ПИФы облигаций во время кризиса послужили защитным инструментом для инвесторов, поскольку в 2009 г. их доходность в среднем перекрыла убытки предыдущего года. В среднем прирост стоимости пая ПИФов облигаций составил 4,11% за 2006–2009 гг., тогда как ПИФы акций в среднем оказались за этот же период в минусе (-16,84%).

Портфели пенсионных резервов и пенсионных накоплений просели во время острой фазы кризиса (рис. 11), однако значительных потрясений на рынке негосударственного пенсионного обеспечения не произошло. Обанкротились две крупные управляющие компании (Пиоглобал Эссет Менеджмент, РБизнес Управление активами), не выполнившие обязательств перед НПФ по обеспечению минимальной гарантированной доходности.

Влияние на ликвидность банковской системы

Во время кризиса существенно активизировались операции рефинансирования банковской системы под залог корпоративных облигаций (рис. 12). Это было связано с расширением Ломбардного списка ЦБ РФ, в том числе за счет включения в него долговых обязательств компаний из числа системообразующих предприятий. В результате ликвидность бумаг существенно повысилась – они стали значимым залоговым инструментом при получении кредита в Банке России (доля корпоративных облигаций в обеспечении выросла с 10–20 до 40–50%).

Перспективы развития рынка

В настоящее время высока вероятность того, что те факторы, которые способствовали взлету рынка корпоративных облигаций в 2009 г., прекратят свое действие. Во-первых, в условиях мягкой кредитно-денежной политики в развитых странах возможно восстановление объема заимствований российских компаний на

еврооблигационном рынке. Во-вторых, возможно снижение интереса российских банков к рынку корпоративных облигаций в связи со стабилизацией рисков кредитования и замедлением динамики «плохих» долгов. В-третьих, в связи с планируемым Банком России уменьшением объемов рефинансирования спрос на корпоративные облигации, как на возможный инструмент залога, также может ослабнуть.

Однако продолжают свое действие факторы, связанные с произошедшими в результате кризиса изменениями в поведении участников рынка. В результате появления историй дефолтов у инвесторов сложились более четкие критерии оценки кредитных рисков эмитентов, что, при прочих равных условиях, позволит повысить ликвидность рынка.

Важную роль способен сыграть демонстрационный эффект, связанный с состоявшимся выходом на первичный рынок крупнейших рос-



сийских эмитентов. Это свидетельствует о возможностях рынка и будет способствовать поддержанию интереса к нему со стороны потенциальных заемщиков, инвесторов и финансовых посредников.

Похожий эффект на поведение участников рынка будет оказывать прецедент активной

поддержки, оказанной рынку Банком России в период кризиса. Однако превращение рынка корпоративных облигаций в устойчивую альтернативу внешним заимствованиям будут определяться готовностью государства целенаправленно стимулировать его развитие.