

Финансовая Академия при Правительстве РФ

Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

На тему:

**«Становление и перспективы развития российского рынка
банковских облигаций»**

студентки группы К5-5

Мамиконян М.А.

Научный руководитель:

ст. пр. Безсмертная Е.Р.

Научный руководитель

социологического исследования:

проф. Силласте Г.Г.

Консультант по кафедре АИТ:

доц. Литвиненко А.Ф.

Внешний рецензент:

Вице-президент Внешторгбанка

Красавцева Е.А.

Москва-2002г.

П Л А Н

<u>ВВЕДЕНИЕ</u>	3
<u>ГЛАВА 1: ПОНЯТИЕ «БАНКОВСКИЕ ОБЛИГАЦИИ». ОБЗОР РЫНКА БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ</u>	7
1.1. <u>Определение и характеристики банковских облигаций. Преимущества облигаций банков</u>	7
1.2. <u>Участники рынка банковских облигаций</u>	16
1.3. <u>Этапы становления и текущая ситуация на российском рынке банковских облигаций</u>	24
1.4. <u>Анализ рынков банковских облигаций ряда зарубежных стран</u>	32
<u>ГЛАВА 2: ОРГАНИЗАЦИЯ ВЫПУСКА И ОБРАЩЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ РОССИЙСКИХ БАНКОВ. РЕГУЛИРОВАНИЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ</u>	40
2.1. <u>Последовательность и задачи эмиссии облигаций банками</u>	40
2.2. <u>Налогообложение операций с банковскими облигациями</u>	52
2.3. <u>Бухгалтерский учет операций с банковскими облигациями</u>	58
<u>ГЛАВА 3: ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ</u>	65
3.1. <u>Андеррайтинг на рынке банковских облигаций. Опыт крупнейших российских банков по организации облигационных займов</u>	66
3.2. <u>Роль международных и национальных рейтинговых агентств на рынке банковских облигаций</u>	73
3.3. <u>Организация банком-эмитентом взаимоотношений с инвесторами (IR)</u>	79
<u>ГЛАВА 4: ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ НА РЫНКЕ БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ. ПРОБЛЕМЫ И БУДУЩЕЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ</u>	85
4.1. <u>Международная практика анализа и управления пакетами банковских облигаций. Стратегии инвестирования в банковские облигации</u>	85
4.2. <u>Актуальные проблемы российского рынка банковских облигаций</u>	98
4.3. <u>Перспективы развития и направления совершенствования российского рынка банковских облигаций</u>	106
<u>ЗАКЛЮЧЕНИЕ</u>	112
<u>ПРИЛОЖЕНИЕ</u>	114
<u>СОЦИОЛОГИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ «РОССИЙСКИЙ РЫНОК БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ В ОЦЕНКАХ ЭКСПЕРТОВ»</u>	150
<u>СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ</u>	161

Введение

Российский рынок ценных бумаг носит долговой характер. По подсчетам биржевой облигационный рынок России занимает по оборотам 26-28-е место в мире¹. В условиях, когда в стране формируется европейская (немецкая) модель финансового рынка, рынок облигационных займов имеет все шансы стать более значимым для негосударственного сектора экономики, чем рынок акций. В таких моделях основным источником привлечения финансирования крупных корпораций обычно выступает не публичное размещение акций, а долговое финансирование, не связанное с перспективой уменьшения или утраты контроля. Так, на практике публичные первичные размещения акций, ставящие своей целью привлечение финансирования, а не контроль за предприятием, – в России скорее исключение, чем правило. Если эмиссии акций и проводятся, то размещаются, как правило, среди ограниченного числа старых акционеров. Инвесторы же рассматривают российские акции не как средство сбережений, а как чисто спекулятивный инструмент для профессионалов, склонных к повышенному риску. Напротив, корпоративные и банковские долговые обязательства, дающие инвесторам ощутимую премию к рынку ГКО-ОФЗ, за последние два года стали вполне реальным и доступным инвестиционным инструментом, позволяющим инвесторам размещать свои ресурсы с гарантированной доходностью. Сегодня российский рынок негосударственных облигаций обладает значительным потенциалом для развития, о чем свидетельствует рост объема корпоративных, банковских долговых инструментов в обращении, равно как и расширение круга их эмитентов, андеррайтеров и инвесторов.

Одним из ведущих секторов российского рынка негосударственных облигаций является рынок долговых бумаг, выпущенных банками. Рынок банковских облигаций привлекает множество инвесторов – большое количество предприятий, организаций регулярно размещают крупные суммы именно в банковские долговые обязательства. В основном это обусловлено как широкой филиальной сетью и соответственно клиентской базой, которой, как правило, располагают банки, так и доверием по отношению к крупнейшим российским банкам. Для покупателей банковских ценных бумаг последние служат средством относительно надежного размещения временно свободных денежных средств, а для банков в свою очередь выпуск служит способом привлечения значительных длинных ресурсов на приемлемых условиях.

Кроме того, данный сегмент рынка облигаций имеет хорошие перспективы развития в ближайшее время, т.к. в качестве одного из направлений грядущих изменений в банковской сфере многие эксперты отмечают массовый выход российских банков на фондовый рынок

путем эмиссии собственных облигаций и выпуска своих акций в свободное обращение². Коль скоро бизнес банков станет прозрачным и предельно ориентированным на генерирование прибыли, то и потребность в долгосрочных дешевых финансовых ресурсах на развитие бизнеса станет для российских банков чрезвычайно актуальной. А поскольку банки ближе всего стоят к финансовым рынкам, то для них период «созревания» до осознания необходимости пустить портфельных инвесторов в свой капитал будет более коротким, чем для российских предприятий. Этому будет способствовать и жесткая конкуренция с иностранными банками, у которых несравненно больше возможностей получить долгосрочные инвестиции от иностранных материнских компаний. В результате единственным выходом при решении проблемы дефицита источников формирования капитала для российских банков станет поиск инвесторов, в т.ч. на фондовом рынке, что ускорит развитие рынка банковских облигаций в России.

Таким образом, главная цель данной работы – охарактеризовать российский рынок негосударственных банковских облигаций и показать, каковы преимущества эмиссии облигаций банками и как провести ее наилучшим образом. В соответствии с данной целью, в работе проведен многосторонний анализ процесса формирования и перспектив развития рынка негосударственных облигаций в России, а также сопоставлена российская практика с имеющимся мировым опытом. При этом в основе всех рассуждений о перспективах данного рынка лежит гипотеза о более ускоренных темпах развития сегмента банковских облигаций по сравнению с динамикой рынка корпоративного долга.

Итак, основным объектом исследования являются российские банки, выпускающие или планирующие выпустить свои облигации и организующие их обращение. Такой выбор обусловлен тем, что эмиссия облигаций является мощным, но на сегодняшний день явно недооцененным инструментом решения множества финансовых и управленческих задач банков, включая привлечение ресурсов на развитие, сокращение или погашение кредиторской задолженности, изменение структуры капитала при сохранении неизменным акционерного капитала. Использование этого инструмента не требует столь больших затрат, как долгосрочные кредиты на инвестиции, но оно предполагает проведение тщательно спланированной эмиссионной политики и текущей работы по поддержанию ликвидности уже выпущенных ценных бумаг. Однако большинство публикаций на эту тему ориентированы исключительно на инвесторов, касаясь доходности, ликвидности, надежности облигаций, не затрагивая при этом проблем эффективной организации их выпуска эмитентами. Отсутствие информации о возможностях выпуска ценных бумаг, недостаточное внимание к эми-

¹ Обозинцев А. «Корпоративные и банковские облигации»//РЦБ №10, 2001г. (52)

тентам - одна из причин слабости рынка негосударственных облигаций. Как показало исследование, менее пятой части руководителей российских акционерных обществ осознают перспективы работы с долговыми бумагами своих обществ, но лишь десятая часть из них готова работать в этом направлении³. Подобная позиция, безусловно, связана с нестабильностью экономического развития страны, резкими колебаниями курса ценных бумаг на фондовом рынке, недостатками действующего законодательства. Но главная причина скептицизма руководства банков, на наш взгляд, кроется в неразработанности методических и аналитических проблем подготовки выпусков облигаций. В связи с этим немаловажно для банковского специалиста знание понятийного аппарата, инфраструктуры рынка облигаций, истории его возникновения, законодательства, примеров из российской практики по организации эмиссий, международного опыта, а также основ облигационной математики для эффективного инвестирования собственных и клиентских средств в банковские облигации. В рамках данной работы была предпринята попытка кратко осветить все вышеперечисленные вопросы, заостряя внимание на имеющихся проблемах и путях их решения.

В первой главе дипломной работы приведены определения и характеристики базовых понятий, касающихся рынка банковских облигаций и используемых в дальнейшем при раскрытии темы. Автор попытался изложить суть и принципы функционирования этого инструмента рынка ценных бумаг, а также кратко обрисовать участников рынка и принципы их взаимодействия. Для более качественного анализа обозначенных проблем в последующих главах отдельными пунктами в рамках этой главы выделены история становления российского рынка банковских облигаций и ситуация на международных долговых рынках.

Во второй главе, которая является центральной исходя из целей дипломной работы, описывается законодательно регламентированная процедура выпуска и обращения облигаций банков, а также анализируются проблемы управления выпуском ценных бумаг на уровне банка. Для того чтобы осуществить выпуск ценных бумаг, банк должен принять ряд решений - какие виды бумаг он будет выпускать, какие параметры установит по каждому выпуску, какие условия выплаты дохода заложит в эмиссионные документы и т.п. Кроме того, кратко охарактеризован порядок налогообложения и бухгалтерского учета операций с банковскими облигациями, что также отнюдь не маловажно при работе на данном рынке. Сделана попытка оценить степень законодательной защиты прав инвесторов и соответствия законодательных норм реальным потребностям банков. А поскольку облигации уже выпускают и планируют в ближайшее время выпустить многие банки, то эти проблемы являются актуальными. От того, в какой мере банк решает их, в значительной степени зависят пока-

³ журнал «Компания»/приложение «Банки» №11, 25.03.2002г.

затели его надежности и ликвидности, а также скорость преодоления трудностей с источниками ресурсов.

В третьей главе рассмотрена инфраструктура рынка облигаций (андеррайтеры, рейтинговые агентства и т.д.), без гармоничного взаимодействия с которым эмитент не может рассчитывать на эффективную и долгосрочную работу на данном рынке. Для большей практической значимости приведены реальные примеры организации облигационных займов крупнейшими российскими банками, а также рекомендации по оптимальному взаимодействию эмитентов с инвесторами.

В последней главе банковские облигации проанализированы с точки зрения инвесторов, т.е. в качестве объекта инвестирования. Здесь описаны основы облигационной математики, на базе которых во всем мире принимаются решения об инвестировании в те или иные облигации для получения максимальной доходности при допустимом уровне риска. Далее изложены важнейшие проблемы, препятствующие развитию рынка банковских облигаций и превращению банковских облигаций в универсальный, популярный инструмент для инвестирования. В заключение приведены прогнозы экспертов относительно развития данного рынка в будущем и рекомендации по его совершенствованию, которые были получены автором по результатам проведенного социологического исследования на тему «Российский рынок банковских облигаций в оценках экспертов».

Глава 1: Понятие «банковские облигации». Обзор рынка банковских облигаций

1.1. Определение и характеристики банковских облигаций. Преимущества облигаций банков

Ценные бумаги - денежные документы, удостоверяющие права или отношения займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ⁴.

С точки зрения темы данной работы интерес представляют эмиссионные ценные бумаги - это любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками (ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг»):

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению;
- размещается выпусками;
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

К эмиссионным ценным бумагам относят акции и облигации, в работе речь будет идти только об облигациях, а конкретнее об их подвиде (банковские облигации).

В соответствии со ст. 33 Федерального закона № 208-ФЗ "Об акционерных обществах" от 26.12.1995г. (в ред. федеральных законов № 65-ФЗ от 13.06.1996г., от № 101-ФЗ 24.05.1999г.) акционерное общество вправе в соответствии со своим уставом размещать облигации. Согласно ст. 31 Федерального закона № 14-ФЗ "Об обществах с ограниченной ответственностью" от 08.02.1998г. такое же право предоставлено и обществам с ограниченной ответственностью.

Облигация - это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации (финансовая или нефинансовая организация) в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента⁵. В соответствии с решением Совета Директоров акционерного общества и условиями выпуска (эмиссии) держателю облигаций могут быть предоставлены иные права. Иными словами, это свидетельство отношения займа между эмитентом и инвестором, приобретшим облигацию. Кроме того, из определения

4 Е.В. Руднева «Эмиссия корпоративных ценных бумаг», 2001г., стр.6

⁵ Федеральный закон № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" от 22.04.1996 (4)

является, что облигация должна иметь номинальную стоимость, и она всегда выпускается на определенный срок (в отличие от акций). При этом номинальная стоимость всех выпущенных Обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества либо величину обеспечения, предоставленного Обществу третьими лицами для выпуска облигаций⁶.

Эмитентами облигаций могут быть предприятия и организации различных организационно-правовых форм (не только акционерные общества, но и общества с ограниченной ответственностью), так и органы государственного, регионального и местного самоуправления. Соответственно типу эмитентов выделяются государственные облигации, муниципальные, а также облигации, эмитируемые коммерческими организациями. Последние делятся на выпущенные предприятиями (корпоративные) и выпущенные кредитными учреждениями (банковские). Предметом рассмотрения в настоящей работе служит определенный тип облигаций - банковские облигации.

Банк - это кредитная организация, т.е. юридическое лицо, которое для извлечения прибыли как основной цели своей деятельности на основании специального разрешения (лицензии) Центрального банка РФ имеет право одновременно осуществлять следующие операции (ФЗ «О банках и банковской деятельности», ст.1):

1. привлечение во вклады денежных средств;
2. размещение данных средств от своего имени на условиях возвратности, платности и срочности;
3. открытие и ведение банковских счетов.

Иными словами, свою деятельность банк должен организовать таким образом, чтобы привлекать денежные средства юридических и физических лиц, получать прибыль от кредитования субъектов экономики и выполнять принимаемые на себя обязательства перед собственниками денежных средств. По действующему законодательству банк может выпускать облигации, векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, сберегательные книжки, коносаменты. Как было замечено ранее, в дальнейшем речь будет идти только об облигациях банков исходя из темы дипломной работы.

Облигационер - это законный держатель облигации Общества. Все облигационеры независимо от того, являются ли они работниками Общества или нет, обладают равными правами. Каждый облигационер имеет право на погашение номинальной стоимости облигации и на получение процентов согласно условиям выпуска (эмиссии) облигаций. Каждому облигационеру также может быть доступна любая информация о финансово-

⁶ Постановление ФКЦБ РФ №27 «Об утверждении стандартов эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии» от 19.10.2001г. (11)

экономическом состоянии Общества, за исключением составляющей коммерческую тайну, разглашение которой может причинить Обществу существенный ущерб. Для коллективной защиты прав и интересов облигационеров ряд эмитентов созывают общее собрание облигационеров, которое вправе избирать из своего состава представителей. Представители облигационеров имеют право участвовать на общем собрании акционеров с правом совещательного голоса, они вправе также знакомиться с положением дел в Обществе наравне с акционерами⁷.

В соответствии с действующим законодательством Общество (в том числе банк) вправе выпускать облигации различного вида и с разными характеристиками, а именно: возвратные, конвертируемые (конверсионные), с суженным и расширенным сроком действия, доходные (прибыльные), целевые и др. Общество также может выпускать облигации с единовременным сроком погашения или со сроком погашения по сериям в определенные сроки. Кроме того, погашение облигаций может осуществляться в денежной форме или иным имуществом в соответствии с решением об их выпуске.

Итак, по характеру идентификации владельца облигации могут быть *именными и на предъявителя*. При выпуске именных облигаций Общество обязано вести реестр их владельцев (облигационеров), а переход прав по ним и осуществление закрепленных ими прав требуют обязательной идентификации владельца (ведение реестра держателей именных облигаций). Утерянная именная облигация возобновляется Обществом за разумную плату. Кроме того, именные ценные бумаги могут быть выпущены в бездокументарной форме, что сокращает расходы эмитента на публикацию бланков ценных бумаг, которые обязательны при выпуске ценных бумаг на предъявителя, но требует затрат на ведение реестров владельцев именных ценных бумаг. По предъявительской облигации реквизиты его владельца не фиксируются, достаточным условием является предъявление сертификата облигаций. Очевидно, что предъявительская облигация может выпускаться только в наличной форме, документарной. Права владельца утерянной облигации на предъявителя восстанавливаются судом в порядке, установленном законодательством РФ. Обычно российские банки-эмитенты предпочитают предъявительские документарные облигации с обязательным централизованным хранением, что позволяет эмитенту снизить издержки при обслуживании займа за счет отказа от услуг регистратора как необходимого участника инфраструктуры займа по именованным облигациям, хотя, с другой стороны, именная форма обеспечивает лучшую защиту инвесторов от подделок и неправомерных действий на рынке. Прежде чем выбрать предъявительские ценные бумаги, работа с которыми для эмитента менее затратна на

⁷ Инструкция ЦБР №8 «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ» от 17.09.1996г.

сегодняшний день, банк-эмитент должен понять, что предъявительские бумаги не рассматриваются частными инвесторами в качестве надежных вложений средств. Однако пока приходится даже при наличии такого понимания пренебрегать интересами частных инвесторов, т.к. только такая форма выпуска позволяет эмитенту избежать неоднозначного толкования законодательством вопроса об отчуждении (перехода прав собственности) ценных бумаг первым владельцам при размещении. В соответствии с Постановлением ФКЦБ РФ №27 от 02.10.1997г. при внесении в реестр записей о размещении ценных бумаг регистратор обязан «открыть лицевые счета зарегистрированным лицам и посредством списания ценных бумаг с эмиссионного счета эмитента зачислить на них ценные бумаги в количестве, указанном в документах, являющихся основанием для внесения в реестр записей о приобретении ценных бумаг». В настоящее время такое определение ставит под вопрос правомерность проведения размещения именных облигаций через организатора торгов, так как последнее предполагает, что первое списание облигаций с эмиссионного счета эмитента в реестре будет выполнено не на лицевой счет зарегистрированного лица (первого владельца), а на счет расчетного депозитария как номинального держателя до проведения размещения. Кроме того, обязательное централизованное хранение, которое сопровождается оформлением на весь выпуск ценных бумаг глобального сертификата, позволяет эмитенту снизить издержки на изготовление единичных сертификатов и устранить риск подделки единичных сертификатов при обращении облигаций на рынке. В принципе все эти проблемы решаемые, но лучше их не создавать. В связи с этим ещё одна причина в пользу облигаций на предъявителя с обязательным централизованным хранением - банки-эмитенты стараются придерживаться массовой практики, т.к. любая стандартизация облегчает инвесторам принятие решения по покупке облигаций.

Доход, выплачиваемый владельцам облигаций, может быть двух видов⁸:

1. дисконт - доход в виде разницы между номинальной стоимостью облигации, выплачиваемой эмитентом владельцу при погашении облигации, и ценой ее покупки, которая в этом случае всегда ниже номинала облигации;

2. процентная или купонная ставка - доход, выплачиваемый периодически владельцу облигации в течение срока ее обращения. При этом купонная ставка может быть как переменной, плавающей, так и фиксированной.

Соответственно облигации могут быть по характеру дохода: *беспроцентными* (доход в виде дисконта), *процентными без дисконта* (облигации размещаются по номиналу, инвесторы получают доход в виде купонной ставки), *с дисконтом и процентами* (такие облига-

⁸ Павлова Л.Н. «Операции с корпоративными ценными бумагами», 1997г. (24)

ции размещаются по цене ниже номинала, но по ним выплачиваются проценты). Первоначально банковские облигации были исключительно дисконтные (МДМ-Банк, Внешторгбанк, Промсвязьбанк, Номос-Банк), но в 2001-2002гг. чаще банки-эмитенты останавливают свой выбор на купонных облигациях в сочетании со встроенной офертой, что повышает интерес инвесторов к данным бумагам (Номос-Банк, Русский стандарт, Уралсиб и т.д.). Причем для обеспечения гарантированности и регулярности выплат ряд банков образуют за счет отчислений от прибыли после уплаты налогов специальный облигационный фонд, обеспечивающий по крайней мере 50% от общей суммы предполагаемых условиями выпуска процентных выплат держателям облигаций. А с учетом того, что выплаты по облигациям являются первоочередными по отношению к выплате дивидендов по акциям, консервативные инвесторы все чаще выбирают именно купонные банковские облигации.

По признаку «срок обращения» облигации делятся на *краткосрочные* (не более 1 года в соответствии с российской практикой), *среднесрочные* (до 3 лет), *долгосрочные* (до 5 лет). В мировой же практике слово «облигация» обычно используется для обозначения долгосрочного финансового инструмента, имеющего срок погашения, как минимум, более 1 года. А для финансовых инструментов сроком обращения менее 1 года используется термин *вексель* или *коммерческая бумага* (это сверхкраткосрочные облигации, имеющие срок обращения до 1 года, их выпуск не подлежит государственной регистрации). Говоря о сроке обращения корпоративных облигаций надо учесть, что в настоящее время многие выпуски облигаций имеют дополнительные особенности, за счет которых реальный срок обращения облигаций может отклоняться от заданного.

Так как облигации представляют собой долговое обязательство эмитента, важна такая характеристика, как метод обеспечения, по которому облигации делятся на *закладные (или залоговые)* и *беззакладные*. Первый тип облигаций обеспечивается активами (недвижимость, оборудование) или ценными бумагами эмитента или третьих лиц, при банкротстве или неплатежеспособности которого держатели закладных облигаций могут претендовать на часть его имущества, которая выступала обеспечением выпуска таких облигаций. Владельцы беззакладных облигаций в случае банкротства эмитента также могут претендовать на часть его имущества, но только ту часть, которая остается после выплат кредиторам всех очередей. Однако держатели облигаций, в том числе и беззакладных, имеют приоритет перед акционерами эмитента на получение части его имущества в случае его банкротства.

По форме выпуска облигации делятся на *документарные* и *бездокументарные*, существующие в виде записей по счетам.

Под *возвратными* понимаются облигации, которые могут быть выкуплены Обществом у их держателей до окончания срока их действия («retractable», т.е. с возможностью со-

кращения срока обращения). При выкупе таких облигаций держателю обычно выплачивается премия в размере, определенном условиями выпуска, но на практике не менее чем 15% от номинальной стоимости облигации. В США для возможности управления эмиссией эмитенты обычно оставляют за собой право выкупа своих облигаций по номинальной цене в любой момент времени до срока их погашения. Это право придает гибкость управлению: появляется возможность сокращать долг или изменять срок его погашения посредством рефинансирования. А наиболее важным является то, что в случае снижения процентных ставок облигации, выпущенные в период с высоким уровнем ставки процента, можно заменить на облигации с более низкой ставкой процента. Однако возможность эмитента досрочно погашать выпуск по номинальной цене фактически препятствует поднятию цены облигаций выше номинала и лишает инвестора потенциальных доходов от повышения цены при снижении процентных ставок. Облигации с правом отзыва будут скорее всего проданы по цене более низкой, чем аналогичные облигации без такого права. Иными словами, эмитент продает облигации и одновременно покупает опцион у инвестора. Вместе с тем международная практика предусматривает в облигационном соглашении обычно два вида защиты инвесторов при отзыве: в течение первых нескольких лет после выпуска облигации не могут быть востребованы; предусматривается премия за отзыв (выкуп по цене, которая устанавливается выше номинала). Тем не менее российские эмитенты возможность досрочного погашения облигаций крайне редко предусматривают в проспекте эмиссии (банки пока вообще не использовали такую характеристику), т.к. все-таки это элемент более развитого и высоколиквидного рынка, каковым, к сожалению, не является наш рынок облигаций.

В облигационное соглашение нередко включено требование о том, что корпорация-эмитент должна осуществлять ежегодные отчисления в фонд погашения. Идея выплат основного долга (а также процентов) по частям каждый год позволяет сокращать величину непогашенного долга при наступлении срока погашения облигаций. Ежегодно в фонд погашения отчисляется определенный процент от чистой прибыли, обеспечивая определенную защиту прав инвесторов и снижая долговую нагрузку на эмитента.

Конвертируемыми (конверсионными) признаются облигации, которые могут быть обменены их держателями на акции, как обыкновенные, так и привилегированные. При этом решение о выпуске конвертируемых облигаций может приниматься исключительно Общим собранием акционеров. Нужно учесть, что Общество не вправе размещать облигации, конвертируемые в акции Общества, если количество объявленных акций Общества определенных категорий и типов меньше количества акций этих категорий и типов, право на приобретение которых предоставляют такие облигации.

При необходимости Общество вправе выпускать и облигации *с сужением и расширением срока действия*. По облигации с сужением срока действия ее держателю предоставляется право до истечения срока предъявить свои облигации Обществу к выкупу по номинальной стоимости (так называемая безотзывная оферта). Условиями выпуска в этом случае должен быть предусмотрен порядок выплаты держателю процентов по облигации с уменьшением размера процентов против фиксированных (обычно не менее чем в два раза), а также срок, не ранее которого они могут быть предъявлены к досрочному погашению. А по облигации с расширением срока действия держатели имеют право по истечении срока действия облигаций обменять их на другие облигации данного Общества, находящиеся в обращении. В отличие от характеристик возвратности и конвертируемости оферта часто используется российскими эмитентами облигаций. Изначально главной причиной появления и активного распространения облигаций со встроенной офертой явился налог на операции с ценными бумагами, уплачиваемый эмитентом по ставке 0,8% от номинального объема выпуска облигаций. Налог приводит к существенным дополнительным затратам для эмитента, связанным с обслуживанием займа (например, налог на операции с ценными бумагами из 0,8% от номинала превращается в 1,6% годовых у облигаций сроком обращения в 6 месяцев). Эти затраты в купе с прочими затратами на обслуживание займа (реклама, комиссионные финансовых посредников и т.п.) тем накладнее, чем короче срок займа. Более того, облигации выпускаются, как правило, под определенные проекты эмитента, а эти проекты принесут прибыль только со временем, т.е. эмитенту нужно время. Соответственно для эмитента выгоднее осуществлять выпуск длинных облигаций, а инвесторам, чтобы уменьшить риск, интересны короткие облигации. Если бы эмитент в целях удовлетворения потребностей инвесторов решил выпускать несколько коротких выпусков, то каждый раз пришлось бы платить немалые суммы при регистрации нового займа. Однако для эмитента вариант с офертами позволяет значительно увеличить срок обращения облигаций, а инвесторы при желании могут воспользоваться офертой и оперативно вернуть вложенные средства. Таким образом, оферта – это компромисс между интересами инвестора (хеджирование) и эмитента (увеличение срока долга). Между тем хотелось бы отметить, что последние события поставили вопрос, а так ли уж хорош инструмент оферты для эмитентов? В ноябре-марте 2001-2002гг. по большинству выпусков облигаций досрочно выкуплены объемы, превышающие половину всего выпуска (например, с этим столкнулись Внешторгбанк - выкуп до 60% объема выпуска, ММК, ТНК⁹). Конечно, можно ответить, что это форс-мажорная ситуация (ситуация с Сибуром), но ММК и Внешторгбанк это не Сибур и, более

⁹ Бюллетень «Рынок корпоративных облигаций», 01.03.2002г.

того, они не связаны с нефтехимической деятельностью. Рынок еще в стадии развития и проблемы других переключаются на всех, т.е. при наличии оферты часты ситуации, на которые эмитент не может повлиять сам и которые дестабилизируют его положение. По идее в случае дефолта по всем правилам должен вступать в игру кредитор последней инстанции - ЦБ, обеспечивающий систему ликвидностью и оберегающий ее целостность. Однако вряд ли Банк России готов выступить в этой роли. В любом случае использовать оферту эмитенту сейчас просто необходимо - в условиях высоких инвестиционных рисков без дополнительной защиты инвесторов трудно будет разместить облигации и обеспечить их ликвидность. В качестве примера можно привести Бразилию, где почти все корпоративные облигации имеют пут-опцион (Anderson, 1999). Со временем постепенно инвесторы будут больше доверять эмитентам, если они не допустят того, что допустил Сибур, и при достаточной ликвидности рынка от оферт можно будет вообще отказаться.

Доходными (прибыльными) являются облигации, проценты по которым выплачиваются только при наличии у Общества прибыли по итогам финансового года.

После описания всего многообразия характеристик облигаций возникают закономерные вопросы: выпуск каких облигаций предпочтителен для эмитента, какие из них привлекательнее для инвестора? Несомненно, есть некая практика финансового рынка. Понятно, что сейчас очень трудно разместить облигации со сроком погашения или оферты более 1 года. Купон (при его наличии) обычно выплачивается ежеквартальный или раз в полгода. Почти всегда номинал устанавливается 1000 руб., и облигации бездокументарные (точнее, документарные с централизованным хранением, но это сути не меняет). Именно исходя из условий рынка, сложившегося опыта и надо определять возможные параметры конкретной эмиссии. Так, в России установилась практика выпуска банковских облигаций на предъявителя в документарной форме с централизованным хранением глобального сертификата. У многих экспертов вызывает сомнение целесообразность выпуска облигаций с отличными характеристиками.

Почему банкам выпускать именно облигации?

- Публичное привлечение финансовых ресурсов, т.е. обращение за ресурсами происходит на финансовый рынок в целом, путем привлечения средств различных групп инвесторов (пенсионные, инвестиционные фонды, страховые компании, кредитные учреждения, частные лица, иностранные инвесторы и т.д.), что позволяет эмитенту диверсифицировать ресурсную базу и не зависеть от одного кредитора как в случае привлечения кредитов (снижение несистемного риска);

- Приемлемость рыночных ставок привлечения для эмитента, т.к. конкуренция кредиторов (покупателей облигаций) позволяет привлечь более дешевые ресурсы в значительном объеме. А высокий правовой статус облигаций банков со сложной структурой прохождения эмиссии через контрольные органы, ограничений на эмиссию, процедуры раскрытия информации снижает уровень риска в глазах инвесторов (например, в отличие от банковских векселей), способствуя удешевлению заимствований. К тому же банки при эмиссии облигаций не нуждаются в финансовых посредниках (андеррайтеры, платежные агенты), т.е. могут существенно экономить на премии организаторам выпуска, маркет-мейкерам. Получается доходности банковских облигаций в среднем лишь на 4-6% выше доходности по государственным облигациям;

- Создание публичной кредитной истории и кредитного рейтинга эмитента, что способствует повышению имиджа банка и позволяет размещать новые займы на более выгодных условиях. Ряд специалистов утверждают, что пока выпуск облигаций для банка во многом имиджевый проект, нацеленный как раз на то, что вскоре рынок по-настоящему заработает и доходности облигаций станут ниже стоимости других источников средств, а у банка уже будет солидный опыт и признанность среди инвесторов данного рынка;

- Значительные объемы заемных средств (если рассчитывать на создание ликвидного рынка своих облигаций, то минимальный объём - 200 млн. рублей¹⁰);

- Большая срочность заемных средств, т.е. возможность привлечения эмитентом значительных объемов ресурсов на длительный срок (1 год и выше) для финансирования проектов с длительным воспроизводственным периодом;

- Обязательства эмитента не переходят на ее активы, активы не находятся под залогом;

- Наличие ликвидного вторичного рынка, позволяющего банку-эмитенту управлять объемом и процентной ставкой долга путем покупки и продажи облигаций на вторичном рынке в соответствии с текущим состоянием платежного баланса, а инвестору - оперативно реализовывать свои права по облигации;

- Поддержание андеррайтером рынка облигаций эмитента, обеспечение им процедуры офферт эмитента и вторичного размещения облигаций без взимания дополнительных комиссий в течение всего срока обращения облигаций (оптимизация инфраструктурных затрат);

¹⁰ Аналитический раздел социологического исследования «Российский рынок банковских облигаций в оценках экспертов»

- Банки как инвесторы могут решить проблему избыточной ликвидности, размещая денежные ресурсы не только в государственные ценные бумаги с низкой доходностью, но и в малорисковые долговые бумаги других банков с более высокой доходностью.

1.2. Участники рынка банковских облигаций

Основными участниками рынка банковских облигаций являются: эмитенты, регистрирующие органы, андеррайтеры, инвесторы.

Эмитент - это юридическое лицо (банк), выпустившее данные облигации и несущее от своего имени обязательства перед их владельцами по осуществлению прав, удостоверенных этими ценными бумагами.

Сейчас прошло размещение негосударственных облигаций более чем 60 эмитентов с совокупным объемом около 75 млрд. рублей. Это Газпром, Лукойл, ТНК, Алрос, Магнитка, ряд облигаций банков и финансовых компаний (10 банков-эмитентов с общим выпуском облигаций на более чем 10 млрд. рублей¹¹).

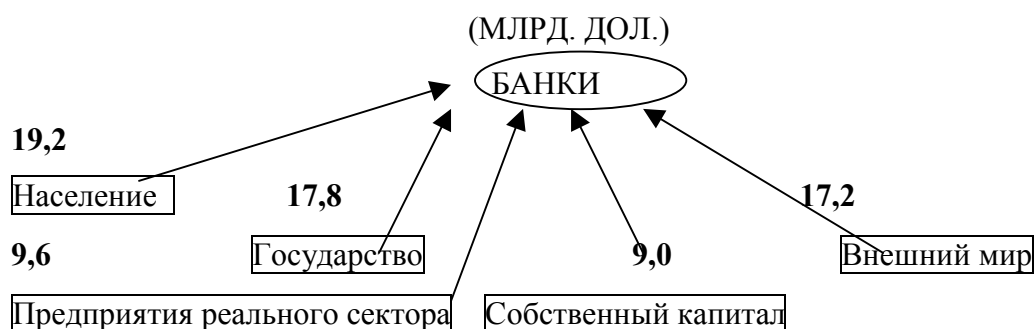
Дадим краткое описание источников средств банковской системы, составным элементом которого являются банки-эмитенты облигаций. Потенциально у банковской системы как у финансового посредника есть четыре основных контрагента, т.е. четыре источника пассивов и четыре направления активных операций: государство, реальный сектор, население и внешний мир. Государство по отношению к банковской системе в целом всегда выступало заемщиком, причем не всегда первоклассным. Нерезиденты, активно поддерживающие наши банки в 1996-1997гг., после дефолта превратились из кредиторов в заемщика. Весьма популярным среди российских банков стал перевод средств в зарубежные банки, что является одной из форм оттока капитала.

Долгое время в российской экономике кредитование предприятий было почти целиком делом рук самих предприятий. Остатки на текущих и депозитных счетах реального сектора в 1997-1998гг. составляли более 90% от величины выданных кредитов¹². Однако начиная с 2000г. рост остатков на счетах стал все больше отставать от потребностей в кредитах. И тут банки вспомнили о населении, хотя население всегда оставалось единственным чистым кредитором банков. Пассивное сальдо по операциям банков с населением к концу 2001г. превысило 560 млрд. рублей или 18,3 млрд. долларов! Иными словами, нехватку прежних источников ресурсов банки компенсировали за счет населения, а также за счет собственных средств (капитала) банков.

¹¹ подсчеты автора (приложение 3)

¹² данные с www.cbr.ru (65)

САЛЬДО ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ РОССИИ В 2001Г.



В России наблюдается экономический рост (совсем немного сейчас в мире стран, способных похвастаться темпами роста ВВП в 5%), имеются привлекательные заемщики, а финансовой катастрофы в ближайшее время не предвидится. С учетом высокой доходности операций (особенно заметной на фоне резкого падения процентных ставок в США и Западной Европе), создаются явные стимулы для кредитования российских банков. Естественно, что в такой ситуации большое конкурентное преимущество получают банки, в отношении которых политика акционеров ясна. Поэтому большую часть ресурсов получают государственные и иностранные банки, а также банки, предпринимающие осознанные усилия по повышению своей привлекательности в глазах кредиторов. В такой ситуации рекламой не обойдешься - требуются реальные действия, включая ежеквартальное раскрытие информации о банке в формате международных стандартов финансовой отчетности, получение рейтингов и т.д. В этом смысле многим, даже лучшим представителям российского банковского сообщества не помешало бы внести существенные изменения в свою политику.

Последние два года увеличиваются объемы операций на внутреннем межбанковском рынке. Многие крупные и средние банки для поддержки собственной текущей ликвидности используют краткосрочные ресурсы, привлекаемые из других кредитных организаций. Но если до кризиса рынок МБК имел четкую двухуровневую структуру (большие банки кредитовали и маленьких, и больших, а маленькие - только маленьких), то сейчас все торгуют со всеми, а границы доверия совсем размыты. При этом партнер на межбанковском рынке часто определяется не на основе его надежности, а исходя из возможности установления встречных лимитов. Если помнить еще и о том, что многие банки используют краткосрочные ресурсы не для регулирования текущей ликвидности и платежеспособности, а для рефинансирования инвестиционных проектов и кредитов, предоставленных корпоративным клиентам, то банкирам есть над чем задуматься (например, недавнее банкротство ИБК, находящегося на 21 месте в рейтинге российских банков на 01.01.2002г.). Системный риск рынка МБК сегодня приближается к уровню 1995г., когда разразился острейший кризис

межбанковского кредитования, потребовав экстренные вливания ЦБ на сумму около 1 млрд. долларов.

Статистика свидетельствует, что за 2001г. пассивы банковской системы увеличились на 40-45%. При этом заметно увеличился капитал - на 46%, а вот прирост клиентской базы российских банков значительно замедлился. В 2001г. совокупные средства клиентов российских банков выросли на 35%, а удельный вес средств клиентов в совокупных пассивах российской банковской системы сократился с 57 до 55%¹³. Безусловно, увеличение собственных капиталов банков способствует повышению их надежности, но тенденцию, при которой у все большего количества коммерческих банков половину и более пассивов составляет собственный капитал, на наш взгляд, нельзя считать позитивной. Так, к концу 2001г. насчитывалось 232 банка, у которых свыше 50% пассивов - это их собственные капиталы, и 546 банков - более 30% пассивов¹⁴. Ясно, что часть капиталов увеличивается искусственно. Причем переход на международные стандарты отчетности не сможет кардинально решить проблему адекватности балансовых данных по капиталу. В качестве одного из оптимального варианта выхода из такой ситуации предлагаем следующее: банки могут заметно увеличить свои активы как за счет роста капитала, так и за счет увеличения обязательств перед клиентами, контрагентами. Банки, придерживающиеся формулы «капитал равен активам», либо обмениваются межбанковскими кредитами, подвержены сильным колебаниям. А реализация банками проектов облигационных займов в сочетании с законодательными мерами по снижению налоговых ставок на доходы от операций с ценными бумагами создаст базу для развития банковской системы и реальную основу для дальнейшего расширения российского рынка ценных бумаг.

Регистрирующий орган - это орган государственного управления, осуществляющий государственную регистрацию выпусков облигаций. Основной регистрирующий орган - Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ РФ), но по регистрации выпусков ценных бумаг банков функции регистрации делегированы Банку России.

Основополагающими законодательными актами при выпуске облигаций предприятиями и банками являются федеральные законы «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг», «О налоге на операции с ценными бумагами», «Стандарты эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии» ФКЦБ России, инструкция ЦБР «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации». Налицо различие в подходах со стороны ФКЦБ и Банка России по регулированию

¹³ журнал «Эксперт» №4, 2002г.

данного рынка. Кроме того, существует конфликт интересов: контролирующий выпуск банков ЦБР мало того, что эмитирует собственные облигации, он еще является крупнейшим акционером банков-эмитентов (по сути, сам же принимает решения о размещении бумаг). Это, несомненно, является негативным фактором, так как сдерживает формирование единого фондового рынка негосударственных эмиссионных ценных бумаг и общих правил работы на нем. Поэтому в перспективе деятельность ФКЦБ и Банка России должны быть нацелены на выработку единых стандартов эмиссии или даже на создание единого регулирующего органа.

Андеррайтер - это юридическое лицо (банк, инвестиционная компания), принявшее на себя обязанность разместить облигации от имени эмитента или от своего имени, но за счет и по поручению эмитента. В третьей главе диплома первым пунктом подробно описан андеррайтинг на рынке облигаций и приведены примеры организации облигационных выпусков из российской практики.

Инвестор - это юридическое или физическое лицо, в том числе и не имеющее гражданство РФ, которое приобретает облигации путем их купли-продажи, обмена на иные объекты собственности и т.д.¹⁵

Согласно Бюллетеню банковской статистики (№2, 2002 г.) вложения в долговые обязательства российских компаний и банков составляли на 1 января 2002 г. порядка 13,45 млрд. рублей¹⁶. Если говорить о первичном размещении, то, несомненно, на этом этапе среди инвесторов доминируют банки, инвестиционные компании – основные андеррайтеры займов. После появления облигаций на вторичном рынке структура инвесторов расширяется за счет институциональных инвесторов (страховые компании, инвестиционные фонды и т.п.), корпораций и физических лиц. Так, например, структура держателей облигаций Внешторгбанка первого выпуска примерно была следующей – 30% банки и инвестиционные компании, 60% - институциональные инвесторы (прежде всего страховые компании) и 10% - прочие. Достаточно весомы и вложения иностранных инвесторов в банковские облигации (в отличие от корпоративных бумаг, по которым есть ограничения, - наличие у российского предприятия-эмитента рейтинга долгосрочной кредитоспособности, уступающий суверенному рейтингу РФ не более 2-х ступеней, а также включение бумаг в котировальные листы первого уровня организаторов торговли). В тоже время следует отметить, что

¹⁴ данные с www.cbr.ru (65)

¹⁵ см. 4.1. Международная практика анализа и управления пакетами банковских облигаций. Инвестиционные стратегии

¹⁶ приложение 1

структура держателей облигаций напрямую зависит от конкретного эмитента. Чем более известен и более надежен эмитент, тем шире круг инвесторов в данные облигации.

Надо учесть, что не допускается приобретение облигаций филиалами и представительствами Общества, а также его дочерними обществами и предприятиями. В то же время предприятиями и организациями, в уставном капитале которых имеется вклад (пай) Общества, могут быть реализованы облигации на сумму, не превышающую 30% от размера вклада (пая) Общества в данном предприятии (организации).

Каждый участник рынка банковских облигаций при работе, прежде всего, преследует собственные цели и стремится наиболее полно удовлетворить свои потребности. В результате весь рынок сплетен из противоречивых отношений между его участниками и опирается на хрупком компромиссе между их интересами. Так, интересы инвесторов зачастую не совпадают с интересами эмитента, имеет место яркое противоречие по вопросу получения дохода - банк заинтересован в том, чтобы платить как можно меньше дохода держателям его бумаг, в то время как инвесторы заинтересованы в том, чтобы получить как можно больший доход. Или же противоречие по поводу сроков размещения средств - если процентные ставки на рынке растут, банк заинтересован в привлечении средств на длительные сроки, чтобы доходность по его облигациям с течением времени снизилась. Инвесторы же, наоборот, заинтересованы в покупке ценных бумаг на короткие сроки, чтобы гарантировать себе высокую доходность. Если интересы банка и инвесторов не совпадут и конфликт интересов не разрешится, банк не сможет реализовать облигации, а инвесторы - разместить свои средства в банковские бумаги. Иными словами, эмитенту необходимо согласовать свои интересы с интересами потенциальных покупателей.

При организации первичного размещения и вторичного обращения банковских облигаций немаловажна и роль **фондовой биржи**, где и происходит столкновение интересов контрагентов и заключение взаимовыгодных сделок. В России корпоративные и банковские облигации торгуются на ведущей торговой площадке (ММВБ)¹⁷, где так или иначе здесь представлены все перечисленные категории инвесторов. Тем не менее, крупные банки и инвестиционные компании, имеющие объемы вложений в несколько миллионов или десятков миллионов рублей, зачастую предпочитают проводить сделки не на ММВБ, а на внебиржевом рынке. Связано это с тем, что ММВБ резервирует средства и берет комиссию за сделку в размере 0,035% от суммы сделки. Для крупных сделок это уже не копейки, и сделки банки заключают либо напрямую между собой, либо через специальные внебиржевые

¹⁷ приложение 2

системы (например, ADIX-Intermoney и IDBH). Что касается институциональных инвесторов (страховые компании, ПИФы и т.д.), и особенно частных лиц, то они проводят сделки в основном на ММВБ.

С 2000г. одним из наиболее динамично развивающихся рынков ММВБ стал рынок корпоративных и банковских облигаций, использующий накопленный опыт организации торгов и расчетов по государственным облигациям. По объему торговли ММВБ в 2002г. занимает свыше 90% общего объема торгов корпоративными бумагами (3,6 млрд. рублей на 01.03.2002г.)¹⁸. Всего за период 1999-2001гг. в секции фондового рынка ММВБ были размещены корпоративные и банковские облигации на общую сумму более 70 млрд. рублей по номиналу¹⁹. И сейчас рынок негосударственных облигаций ММВБ продолжает демонстрировать как количественный, так и качественный рост. Так, на ММВБ за последний год проходили размещения облигаций таких эмитентов, как “ММК”, “ТНК”, “МГТС”, Ростов-энерго, Михайловский ГОК, Внешторгбанк, Русский стандарт, Ренессанс Капитал, “Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал” и многих других. При этом размещались и размещаются как короткие (до 6 месяцев), так и длинные (до 4 лет) выпуски с разнообразными характеристиками, что позволяет говорить о значительной диверсификации облигационного портфеля и формировании многими организациями развернутой программы привлечения финансовых ресурсов с использованием механизма облигационных займов на базе биржевой инфраструктуры (всего 61 эмитент на 01.03.2002г.).

Со всеми эмитентами, которые производят через ММВБ размещение корпоративных облигаций, заключаются договоры эмиссионного счета. После того как заключен договор, производится депонирование в НДЦ сертификата выпуска, открывается эмитенту эмиссионный счет. Первичное размещение на ММВБ с точки зрения схемы размещения может быть проведено в форме аукциона или в режиме переговорных сделок (РПС). Возможен также смешанный вариант (вначале проводится аукцион по определению цены размещения, затем заключаются сделки в РПС по определенной на аукционе цене).

При проведении аукциона по определению цены размещения участники – члены биржи подают на биржу со своих удаленных рабочих мест или мест в торговом зале электронные заявки на покупку размещаемых облигаций за свой счет или за счет своих клиентов. Заявка контролируется системой торгов на достаточность обеспечения, т.е. на наличие денежных средств, зарезервированных накануне в Расчетной Палате (РП) ММВБ. Потенциальный покупатель указывает в заявке количество облигаций и цену, по которой он готов

¹⁸ Бюллетень «Рынок корпоративных облигаций», 01.03.2000г.

приобрести облигации. По окончании периода сбора заявок на аукцион система торгов биржи генерирует реестр заявок, который передается торговому агенту эмитента (андеррайтеру). Последний передает данный документ эмитенту, который уже на его основе определяет цену размещения. В период удовлетворения заявок торговый агент (оператор счета эмитента на основе доверенности) вводит заявку на продажу по цене размещения, размер которой не может превосходить объем облигаций на эмиссионном счете эмитента в НДЦ. В соответствии с установленными нормативными документами ММВБ процедурой заключаются сделки по цене размещения, но только по заявкам покупателей с ценами, не ниже зафиксированной цены размещения. Заявки с меньшими ценами не удовлетворяются. После завершения торгового дня информация о результатах аукциона поступает в РП ММВБ и НДЦ и, после окончательного сигнала от биржи на разблокировку счетов, денежные средства поступают на счет Торгового агента эмитента, а ценные бумаги – на счета депо покупателей.

Возможно также в рамках биржи проведение конкурса по определению процентной ставки купона. В данном случае участникам рынка предложена новая форма определения цены заимствования. В день проведения конкурса по определению процентной ставки первого купона члены секции фондового рынка ММВБ подают заявки на конкурс как за свой счет, так и за счет и по поручению клиентов. В заявках на приобретение облигаций, направляемых в адрес андеррайтера, указывается величина приемлемой для инвестора процентной ставки по первому купону. Под величиной приемлемой процентной ставки понимается величина процентной ставки по первому купону, при объявлении которой эмитентом потенциальный инвестор был бы готов купить количество облигаций, указанных в заявке по цене 100 % от номинала.

В то же время, по-видимому, при заранее определенной цене, достаточно удобно использовать РПС. При этом андеррайтер вводит в систему торгов безадресную заявку (котировку) на продажу с указанием цены размещения, заранее определенной эмитентом. Далее покупатели направляют андеррайтеру адресные заявки на покупку. Получив адресную заявку, андеррайтер имеет три варианта действий – заключить сделку, отклонить заявку либо послать встречную заявку с другими условиями, например, другой ценой или количеством. В первом случае при введении в систему торгов адресной заявки аналогично аукциону будет происходить контроль на достаточность обеспечения – покупатель не сможет использовать денежные средства на большую сумму, чем зарезервировано в РП ММВБ накануне.

¹⁹ данные с www.micex.ru (70)

Кроме того, после регистрации отчета по итогам выпуска облигаций, НДЦ обеспечивает депозитарное обслуживание их вторичного обращения, а РП - выплаты доходов по облигациям. Так, поскольку все выпуски облигаций банков сконструированы с централизованным хранением глобального сертификата в НДЦ, последний накануне выплаты дохода по купону или при погашении передает информацию о владельцах Платежному агенту выпуска, после чего через РП выплачиваются доходы держателям облигаций. В этом случае Платежный агент, получив вышеуказанный список от эмитента, передает на ММВБ в установленные сроки поручение на выплату купона. В свою очередь торговая система готовит и передает расчетные документы в РП ММВБ. В день выплаты доходов Платежный агент резервирует на своем счете в РП необходимую сумму денежных средств, с которой РП ММВБ переводит причитающиеся платежи на счета владельцев (номинальных держателей) облигаций.

Помимо предоставления торговых и расчетных услуг, биржа (ММВБ) участвовала практически на каждом из этапов создания рынка корпоративных облигаций. Не последнюю роль в развитии данного рынка сыграло наличие высокоэффективной технологии, которая была задействована при обслуживании рассматриваемых займов. Так, при подготовке проспекта эмиссии по облигациям первого выпуска Внешторгбанка специалисты биржи совместно с эмитентом, агентами по размещению, финансовыми консультантами прорабатывали блок вопросов, связанных с организацией размещения. Именно на данном этапе были определены конкретный механизм размещения, включая депозитарно-расчетные аспекты, основные параметры займа, в т.ч. форма выпуска, способы выплаты дохода, необходимая нормативно-договорная база²⁰. Разумеется, в тесном единстве со специалистами биржи работали и специалисты НДЦ и РП, представляющие расчетную систему ММВБ. Кроме того, параллельно работе по подготовке проспекта эмиссии велась маркетинговая кампания, изучался спрос на облигации. Здесь участие ММВБ повысило статус проекта в глазах инвесторов, страхуя их от инфраструктурных рисков. Биржа предоставляла свои информационно-технические каналы для доведения информации потенциальным покупателям, включая интернет-сайт ММВБ, информационные агентства. При желании эмитента биржа может проводить также презентации, готовить информационно-рекламные буклеты и т.п. Такое взаимодействие участников рынка позволило создать оптимальный инструмент, пользующийся огромным спросом на рынке.

²⁰ Марголит Г. «Фондовая биржа и корпоративные облигации»//РЦБ №12, 2000г. (48)

При последующей организации вторичного рынка, проведении процедур листинга и включения в котировальные листы ММВБ, сопровождаемые экспертизой финансово-экономического состояния эмитента и его ценных бумаг, заключении договора о листинге, по которому эмитент обязуется раскрывать информацию о себе как регулярно, так и по мере наступления корпоративных событий, - также повышают престиж, качество предлагаемых инструментов, а значит, и их инвестиционную привлекательность. К примеру, для проведения экспертизы ценной бумаги эмитент представляет на биржу документы и необходимую информацию, объем которой определяется “Правилами листинга”. Основная задача экспертизы состоит не столько в анализе соответствия эмитентов и их ценных бумаг формальным требованиям ММВБ, но, главным образом, в проведении фундаментального анализа состояния эмитентов. Необходимо отметить, что на ММВБ действует двухуровневая система листинга: ценные бумаги, прошедшие процедуру листинга включаются в котировальные листы первого уровня или котировальные листы второго уровня. К ценным бумагам, включаемым в котировальные листы разных уровней, применяются различные требования. Торги по ценной бумаге, прошедшей листинг, начинаются в срок, не превышающий двух недель с момента принятия Биржевым Советом решения о включении ценной бумаги в котировальный лист первого или второго уровня, если иное не оговорено в Договоре о листинге. Вся процедура листинга, начиная с момента подачи заявления и до момента начала торгов, занимает около полутора месяцев.

Таким образом, при организации облигационных займов биржа как участник рынка выполняет три основные функции: предоставление технологий, консалтинг и маркетинг. Однако эмитент не должен надеяться лишь на помощь ММВБ, т.к. общий результат от облигационного заимствования будет зависеть от целой совокупности факторов, включая особенности первичного размещения, структура владельцев займа, их намерений (спекулятивные, инвестиционные), а также финансовые возможности и позиции самого эмитента на рынке.

1.3. Этапы становления и текущая ситуация на российском рынке банковских облигаций

До настоящего времени серьезной проблемой российского фондового рынка остается нехватка надежных инструментов для привлечения инвестиций. Вместе с тем ситуация 17 августа 1998г. в корне изменила отношение инвесторов к российским ценным бумагам: государственные ценные бумаги потеряли свою привлекательность, а рынок российских blue chips, состоящий из акций 5-8 эмитентов, вызывал серьезное недоверие. Но, несмотря ни на

что, уже сейчас можно говорить о возрождающемся потенциале российского рынка, и связано это, прежде всего, с появлением нового сегмента на рынке ценных бумаг - корпоративных и банковских облигаций. Именно с этим рынком сейчас связаны основные надежды на привлечение ресурсов в реальную экономику и укрепление финансовой базы банковской системы.

До августа 1998г. основными конкурентами корпоративных облигаций являлись государственные ценные бумаги, валюта, а по средствам населения - также банковские вклады. В настоящее время ни государственные ценные бумаги, ни банковские вклады не составляют конкуренции, поскольку доверие инвесторов и вкладчиков к надежности и доходности этих инструментов сильно подорвано. Остается единственный сильный конкурент - операции с валютой, и до сих пор вложения в валюту рассматриваются многими инвесторами как наиболее надежный способ инвестиций.

Только за последние три года, когда крупные и известные организации приступили к выпуску рублевых облигаций, рынок корпоративных и банковских облигаций стал качественно развиваться и занял значительную нишу российского финансового рынка. Как уже отмечалось, на сегодняшний день в обращении находятся корпоративные облигации более чем 60 эмитентов (компании и банки) на общую сумму в 75 млрд. рублей по номиналу²¹ (апрель 2002 года), образуя почти 20% долгового рынка России. Однако новизна и множество проблем этого рынка все еще настораживают инвесторов и потенциальных эмитентов.

До 1999г. корпоративные и банковские облигации вообще не получили развития в связи с несовершенством законодательства - выплата процентов по облигациям могла быть произведена эмитентом только за счет чистой прибыли, тогда как проценты по кредиту банков относились на себестоимость. В июле 1999г. Правительство РФ приняло Постановление №696, которое разрешило относить процентные платежи, а также дисконт по корпоративным облигациям на себестоимость продукции в пределах ставки рефинансирования ЦБР плюс три процентных пункта. При этом установлено было ограничение: отнесение процентов на себестоимость допускается лишь в случае обращения выпущенных облигаций через организаторов торговли, имеющих соответствующую лицензию ФКЦБ. Иными словами, корпоративные облигации приравнены к банковскому кредиту, что позволило предприятиям выбирать между этими источниками финансирования. Вместе с тем к этому времени над финансовым рынком образовался существенный рублевый «навес» (рублевая денежная масса за 1999-2001гг. увеличилась в 2,5 раза)²² — размещать рубли было практиче-

²¹ Материалы конференции «Российский рынок корпоративного долга», Москва, 08.02.2002г. (22)

²² «Куда податься инвестициям?»//Ведомости, 23.10.2001г. (45)

ски некуда, произошло резкое сжатие фондового рынка. С учетом же договоренностей по новации ГКО/ОФЗ и ожиданий роста валютного курса эта ситуация должна была еще более усугубиться. Если бы на рынке появились бумаги первоклассных заемщиков, они могли стать очень востребованным инструментом. К таким заемщикам относились восстанавливающиеся крупные банки, крупнейшие российские компании-экспортеры сырья и энергоресурсов, т.к. в условиях сильнейшей девальвации национальной валюты экспортеры оказываются в выигрыше за счет получения из-за рубежа выручки в виде твердой валюты. Кроме того, после дефолта и введения ЦБР жестких ограничений на конверсию рублей в доллары на счетах типа «С» в российских банках оказались заморожены значительные рублевые средства нерезидентов, изначально предназначавшиеся для вложения в российские государственные бумаги. Ограниченные возможности инвестирования с этих счетов и сложности с репатриацией зависших на них средств давали надежду, что после разрешения ЦБР вложений с этих счетов в негосударственные облигации нерезиденты с радостью воспользуются такой возможностью. Одновременно с такой ситуацией активно развивается инфраструктура финансового рынка (биржи, депозитарии, институт андеррайтеров, рейтинговые агентства и т.д.), способствующая выходу предприятий на рынок облигаций. Впоследствии за кратчайший срок рынок корпоративных и банковских облигаций прошел бурное развитие, став одним из перспективных сегментов российского финансового рынка.

1. Первые выпуски корпоративных облигаций осуществлялись в рублевой форме с индексацией купонных платежей (6-8% годовых) и сумм погашения в зависимости от темпов роста курса доллара для исключения валютного риска²³. Главным образом их реализация прошла среди нерезидентов-владельцев счетов типа «С», на которых были заморожены значительные денежные средства после реструктуризации ГКО/ОФЗ (часть облигаций стала использоваться для вывода средств с этих счетов по серым схемам). Низкий купон и продажа облигаций заранее определенному узкому кругу покупателей определили их нерыночный характер на данном этапе.

Первым эмиссию облигаций на федеральном уровне осуществил в июле 1999г. Газпром. Следом за ним на рынок вышли нефтяные компании ЛУКОЙЛ и ТНК. В дальнейшем появились и новые эмитенты: РАО «ЕЭС России», СУАЛ, Михайловский ГОК, Тюмень-энерго, Гута-Инвест и др. Несмотря на то, что многие из них (Газпром, ЛУКОЙЛ, ТНК и др. на общую номинальную стоимость в 14,9 млрд. рублей) впоследствии были внесены в листинг ММВБ, вторичный рынок по этим облигациям не образовался. Единственной эпи-

²³ Сурков О. «Корпоративные облигации российских эмитентов»//РЦБ №6, 2000г. (60)

зодически торгуемой бумагой данного типа стали облигации Газпрома, однако и по ним сделки проходили весьма редко.

2. Ко второй половине 2000г. благодаря снижению валютных рисков на рынке стали появляться облигации без механизма индексации, которые размещались уже среди широкого круга инвесторов на рыночной основе. Такие облигации эмитировали АЛРОСА, МГТС, ММК, ТНК, Татнефть, Аэрофлот, РИТЭК, Славнефть, Внешторгбанк, МДМ-Банк, НОМОС-Банк, Промсвязьбанк. Ряд эмитентов, разместивших краткосрочные облигации, уже успешно погасили часть из них (АЛРОСА, ММК, НОМОС-Банк).

При этом эмитенты осуществляли выпуск как купонных облигаций, так и дисконтных облигаций. Но большее распространение на данном этапе получили дисконтные облигации с механизмом публичной оферты, позволяющие инвесторам досрочно погашать облигации в определенные моменты (в основном в момент выплаты очередного купона) по установленной эмитентом цене (для купонных облигаций - по номиналу). Это позволяет сочетать характеристики среднесрочного (высокая доходность) и краткосрочного (возможность погашения через 3-4 месяца) инструмента, что резко повысило их ликвидность и привлекательность для инвесторов. На рынке также появились облигации с плавающей купонной ставкой (МГТС, Татнефть, Аэрофлот), размер которой в дальнейшем зависит от динамики доходности ГКО/ОФЗ. Здесь надо учесть, что доходность при размещении рыночных выпусков, как правило, имеет премию к доходности государственных бумаг с тем же сроком обращения в 2-6% годовых, т.к. более высок риск и ставки налогообложения (см. подробнее вторую главу).

Основной площадкой размещения и обращения облигаций стала ММВБ, на которой за долгое время торговли государственными бумагами была создана отлаженная, эффективная инфраструктура.

Именно в этот период появляются первые банковские облигации, прежде же банки были в числе основных приобретателей корпоративных облигаций, являющихся еще одним достаточно коротким и надежным инструментом с хорошим потенциалом для торговли на рынке. Причем среди этих банков-инвесторов выделялись как крупные московские организации, так и небольшие региональные банки, которые приобретали эти бумаги для того, чтобы иметь возможность получить под залог этих облигаций кредитную линию на рынке МБК.

Итак, в апреле 2000г. появляются облигации МДМ-банка общим объемом в 170 млн. рублей. Сильным толчком к развитию вторичного рынка корпоративных облигаций явилось начало торгов по облигациям Внешторгбанка в июне 2000 года. Дисконтные облигации крупнейшего банка страны (без учета Сбербанка) были размещены на 1 млрд. руб. с

возможностью досрочного погашения каждые 3 месяца (безотзывная оферта). Надежность и платежеспособность эмитента обеспечили ликвидность облигаций, на их долю пришлось 60% всех сделок на ММВБ по облигациям за 2000 год. Вскоре Номос-банк удачно разметил и вовремя погасил два облигационных выпуска на 113 и 500 млн. рублей соответственно. МДМ-банк в конце 2000 года опять выпустил облигации, но уже на больший объем (197 млн. рублей) и с применением механизма оферты. Тот факт, что банк вновь решил выйти на рынок с собственными облигациями, показывает, что он воспринимает его, как серьезный механизм привлечения средств. В дальнейшем в качестве эмитентов облигаций выступали и другие крупные банки: Промсвязь, Пробизнес, Русский стандарт, Башкредит НОМОС-Банк²⁴. Планируют аналогичные выпуски Бин-банк, Автобанк, Банк "Авангард", ТрансКредитБанк.

3. К 2001г. можно сказать, что рыночный сегмент рублевых негосударственных облигаций уже завоевал ощутимые позиции и продолжает бурное развитие по сей день²⁵. Увеличивается как объем размещений, так и количество эмитентов. Так, если за период с 1992 по середину 1999гг., по данным ФКЦБ и ЦБР, корпоративных и банковских бондов было размещено на сумму всего порядка 7 млрд. рублей (из них только 267 млн. рублей приходилось на банковские облигации, т.е. всего 4% от общего объема размещенных негосударственных облигаций), то с середины 1999 г. по настоящее время объем первичных размещений превысил эту величину более чем в 8 раз. Если точнее, то с середины 1999г. российские компании и банки выпустили облигаций более чем на 70 млрд. рублей (из них более 10 млрд. рублей или около 7% составили банковские облигации), в т.ч. находятся в обращении (не погашены) облигации на общую сумму около 30 млрд. рублей по номиналу. Кроме этого, на стадии первичного размещения (регистрации проспекта эмиссии, регистрации итогов размещения) находятся выпуски общей номинальной стоимостью около 15 млрд. рублей²⁶. На протяжении почти двух лет (с мая 2000г. по январь 2002г.) ежемесячный объем размещений только один раз был немного ниже одного миллиарда рублей. Все больше компаний заявляют о планах выпуска своих облигаций: Ленэнерго, Таганрогский металлургический комбинат и др. А уже вышедшие на рынок эмитенты активно развивают свои облигационные программы и намерены продолжать эту практику в будущем (Внешторгбанк, МДМ-Банк, ММК, АЛРОСА, ТНК). Так, в апреле-мае 2002г. были погашены облигации Внешторгбанка и размещены облигации 2-го выпуска - дисконтные на предъявителя с обязательным централизованным хранением глобального сертификата в сумме 1

²⁴ Приложение 3

²⁵ Приложение 4

²⁶ Материалы конференции «Российский рынок корпоративного долга», Москва, 08.02.2002г. (22)

млрд. рублей на срок 2 года с безотзывной офертой на покупку каждые 6 месяцев, при этом сумма выплат по оферте корректируется в зависимости от изменения официального курса рубля к доллару США за прошедший шестимесячный период.

Из примера ясно, что предпочтение банками отдается выпуску среднесрочных облигаций (2-3 года) с индексируемым купоном и/или номиналом, а также возможностью досрочного выкупа. При грамотной работе с инвесторами известная средняя компания или банк уже может рассчитывать на привлечение с рынка рублевых облигаций как минимум 200 млн. рублей на срок 1-3 года по ставке, близкой к ставке кредитования или ниже. Крупные компании могут рассчитывать на единовременное привлечение до 1-3 млрд. рублей. Так, рекордный для российского рынка объем собственных облигаций в декабре 2000г. успешно разместил банк «Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал» (2 млрд. рублей)²⁷.

Вторичный рынок корпоративных и банковских облигаций развивается более медленно, но также неуклонно²⁸. Сейчас торговля этими инструментами в основном идет на ММВБ (98% всего биржевого оборота), однако РТС и СПВБ также постепенно наращивают свое участие (2% всего биржевого оборота). Рекордно высокий месячный объем торгов пришелся на февраль 2001г. – на ММВБ было заключено сделок на сумму 1,908 млрд. рублей. Предыдущий рекорд был установлен в сентябре 2000г., когда оборот составил 1,372 млрд. рублей. Более приемлемым показателем ликвидности рынка, по всей видимости, служит количество заключенных сделок. По этому параметру рекорд был установлен в апреле 2001г., когда при достаточно высоком объеме торгов (1,14 млрд. рублей) количество сделок было равно 377, что в 1,5 раза больше, чем в марте 2002г. (251 сделка)²⁹. Причем наиболее ликвидными и привлекательными являются именно банковские облигации. На протяжении практически всего срока существования организованного рынка банковских облигаций (с апреля 2000г.) количество сделок по ним значительно превосходило количество сделок с облигациями корпораций. Что касается объема торгов, лидерство было попеременно у обеих сторон, однако, если принять во внимание общий объем обращающихся на рынке корпоративных и банковских облигаций, то это тоже будет свидетельствовать в пользу большей привлекательности последних. По ликвидности здесь доминируют облигации Внешторгбанка, однако время от времени облигации других банков (Уралсиб, НОМОС и МДМ) перехватывали инициативу.

По доходности корпоративные и банковские облигации занимают нишу между доходностью государственных долговых бумаг (премия в среднем 400-600б.п., по банковским

²⁷ Приложение 3

²⁸ Приложение 2

²⁹ подсчеты автора по данным www.cbonds.ru, www.micex.ru

облигациям обычно не более 400б.п.) и доходностью корпоративных векселей. Умеренная политика заимствований Минфина РФ на внутреннем финансовом рынке, а именно его отказ от крупномасштабных заимствований под любые проценты, повысили привлекательность облигаций. К примеру, по данным на 28.04.2002г. доходность ГКО с погашением в июне-июле составляла 12-14%. В то же время, доходность корпоративных облигаций с сопоставимым сроком погашения или оферты колебалась от 15% (бумаги КСФБ) до 17,7% (Промсвязьбанк). Что касается корпоративных векселей, то котировки трехмесячных векселей находились в районе 18-20% (в т.ч. июльские векселя Газпрома – 18%). Сравнение доходности корпоративных и банковских облигаций между собой показывает, что банковские бумаги обладают такой же или чуть более высокой доходностью, за исключением, конечно, облигаций Внешторгбанка, которые стоят несколько особняком.

В последние месяцы в преддверии волны новых размещений на рынке корпоративных и банковских облигаций многие инвесторы решили занять выжидательную позицию. В результате оборот на ММВБ резко сократился к концу апреля (до 200 млн. рублей), при этом большим спросом начали пользоваться бумаги с приближающимся сроком погашения или оферты (короткие и ликвидные облигации).

5. Во второй квартал 2002г. российские банки вступили с оптимизмом. Окончательно преодолены последствия системного кризиса. К концу 2001г. активы действующих банков в реальном выражении достигли 140% докризисного уровня, а капитал в реальном выражении превысил 120% докризисного уровня³⁰. По оценкам экспертов, чистые доходы российских банков за 2001г. составили более 65 млрд. рублей или 2,2 млрд. долларов. Последний раз такое благоденствие наблюдалось в банковской системе в середине 90-х гг. Однако на этот раз источники роста совсем другие. Вместо доминирования государственных бумаг наступила эра кредитования с сохранением высокого качества кредитов (в течение всего 2001г. доля сомнительной задолженности в кредитном портфеле банков находилась на уровне 5-7%, что почти вдвое ниже, чем в докризисный период). Теперь банки не финансируют бюджет, лишая предприятия кредитных ресурсов, а, наоборот, научились сами зарабатывать на кредитовании реального сектора. Доля кредитов нефинансовому сектору в активах банковской системы к концу года превысила 42%. Кредитование в настоящее время является безальтернативным в активных операциях банков, т.к. после дефолта обороты рынка государственных ценных бумаг так и не восстановились. В течение прошлого года его ежедневный оборот составлял 17 млн. долларов, в то время как в 1997г. он достиг 750 млн. долларов - более чем в 40 раз больше! Как при первичном размещении, так и на вто-

³⁰ журнал «Эксперт» №11, 18.03.2002г., стр. 80

ричных торгах государственным долгом доминирующим игроком является Сбербанк РФ, а на долю прочих банков приходится менее четверти (против 40% в 1997г.). Впрочем, трудно ожидать от банков благотворительности, к которой можно отнести покупку ценных бумаг государства с отрицательной реальной доходностью. В силу вышесказанного можно предположить, что, несмотря на ухудшение внешнеторговой конъюнктуры, в 2002г. нашим банкам удастся сохранить высокий уровень доходов при соответствующем приросте источников капитала, т.е. банков вполне реально можно рассматривать как потенциальных первоклассных эмитентов, способных предложить инвесторам высоколиквидные финансовые инструменты в самом ближайшем будущем. По некоторым оценкам, около 8 банков собираются предложить инвесторам облигации сроком до 1 года и доходностью в пределах 20%.

По самым скромным прогнозам, к 2004г. рынок корпоративных и банковских облигаций увеличиться в 4-6 раз как по объему привлекаемых средств, так и по количеству эмитентов, при этом капитализация рынка достигнет 4-4,5% ВВП России (капитализация до 300 млрд. рублей, а сейчас только 73 млрд. рублей). При этом этот рост будет в основном обеспечен за счет банков в лице новых крупных эмитентов и основных инвесторов. Сегодня ясно, что банки как самый динамичный и развивающийся сегмент финансового рынка нуждаются в гибком, долговременном и объемном финансировании. Так, средства банков на депозитах ЦБР и их остатки на корсчетах на 70% состоят из средств до востребования. Между тем из всех привлеченных средств клиентов (юридических и физических лиц) только 8% носят долгосрочный характер (более 1 года). По данным ЦБР на 1 января 2002 г., доля обязательств банковской системы со сроками исполнения свыше 1 года составила 8,1% от всех обязательств (137,3 млрд. рублей), тогда как доля активов со сроками востребования свыше 1 года составила 30,7% (642,5 млрд. рублей)³¹. Всего превышение долгосрочных активов над пассивами составило 172,8 млрд. рублей, что можно исправить путем выпуска облигаций со сроком обращения 1 год и более. С другой стороны, универсальность нашей банковской системы требует поддержание значительной активности банков на рынке облигаций в качестве андеррайтеров, консультантов и инвесторов. Малорисковые и ликвидные банковские облигации, несомненно, занимают и будут занимать значительный удельный вес в портфелях осторожных инвесторов с эффективной инвестиционной политикой.

³¹ Бюллетень банковской статистики №1, 01.02.2002г.

Несомненно, появившийся рынок и его инструменты можно и нужно совершенствовать, и сегодня есть возможность создавать новые конструкции на более прочном правовом фундаменте.

1.4. Анализ рынков банковских облигаций ряда зарубежных стран

Несмотря на описанный бум на российском рынке корпоративных и банковских облигаций, объемы и обороты данного рынка несопоставимы с аналогичным рынком развитых стран. Рассмотрим ситуацию на рынках негосударственных ценных бумаг в странах с развитым, устоявшимся фондовым рынком. Эта информация полезна для российских банковских специалистов, решающих ежедневно множество не простых ситуаций и принимающих ответственные решения на рынке. Можно извлечь много ценных уроков для российского финансового рынка, проводя параллели между благополучными США, Японией, Европой с их давно сформировавшимися рыночными институтами и нашей страной, пребывающей в перманентной борьбе с кризисом или ожидании такового.

Неоспорим факт, что глобальная конкуренция за инвестиционные ресурсы и высокий уровень взаимодействия между центральными банками мира сделали торговлю ценными бумагами с фиксированным доходом подлинно интернациональной. До недавнего времени мало кто из дилеров мог воспользоваться рыночными аномалиями, пересекая при этом географические границы. Теперь некоторые крупнейшие банки с развитой транснациональной структурой начинают использовать весьма выгодные возможности международной торговли облигациями. Многие из них потратили огромные средства на создание компьютерных сетей для обеспечения торговли - ведения отчетности по операциям и состоянию позиций, расчета прибыли и предоставления торговых рекомендаций. К сожалению, многие такие системы, несмотря на то, что они основаны на самой современной технологии, просто выполняют те же функции, которые трейдер мог бы выполнить вручную, не предоставляя уникальные, присущие только им возможности.

В будущем искусственный интеллект найдет более широкое применение в торговых отделах, как это уже произошло в других областях бизнеса. Программы, создаваемые для компьютеров, будут лучше моделировать мыслительные процессы трейдера. Кроме того, получили широкое распространение такие усовершенствования, как использование параллельных процессоров (ускорение работы за счет осуществления многих вычислений одновременно), идеально соответствующие специфике работы торговых отделов. Аналитики могут полностью использовать преимущества дешевизны компьютерного времени и автоматизировать поиск оптимальной сделки, переосмыслив математические процедуры. Сегодня многие брокеры распространяют данные по компьютерным сетям столь оперативно,

что они содержат действующие цены покупателей и продавцов, которые исследователи могут систематизировать и изучать.

Широкий доступ к информации в сочетании с высоким уровнем компьютерных технологий позволяет перейти на качественно другой уровень работы на облигационном рынке. Современные продвинутые игроки меняют поведение рынка, благодаря чему оказываются в состоянии превзойти традиционных участников. Страна в целом или отдельная финансовая организация, которая не развивается и не использует опыт других, не просто упускает прибыль - она подвергает риску свое существование как конкурентоспособного члена мирового финансового рынка. В борьбе за прибыль и привлечение инвесторов она оказывается в проигрыше. Глобальные ставки высоки, и дистанция между лучшими и худшими странами, банками, инвестиционными компаниями будет продолжать увеличиваться. Финансовые организации, умеющие прогнозировать с помощью современных компьютерных технологий и имеющие достаточно средств, чтобы использовать преимущества новых продуктов, методов, будут выигрывать на рынке за счет тех, кто ограничился косметическими переменами и пренебрег преимуществами компьютерных средств, накопленным опытом передовых стран.

В настоящее время объем мирового рынка облигаций превышает 25 трлн. долларов, из них корпоративные и банковские составляют в целом около 13%³². Величина данного сектора зависит от страны, в некоторых странах он занимает существенную часть рынка, в других в силу тех или иных причин он развит значительно слабее. Крупнейшим рынком облигаций является, разумеется, рынок США, который составляет почти 50% мирового. Далее идет японский рынок (почти 20%), затем рынок Германии (10%) и др.

В США, стране с рыночной моделью финансовой системы (преобладание долгового финансирования экономики), действуют примерно 3 млн. корпораций и банков³³. По некоторым оценкам, до 80% заемных средств корпорации получают с фондового рынка. Примерно 4000 корпораций и банков имеют облигации, которыми торгуют на организованных рынках ценных бумаг. Кроме того, ценными бумагами еще 25 000 эмитентов торгуют на внебиржевом рынке. Таким образом, в США большая часть операций с облигациями корпораций осуществляется в системе внебиржевого оборота через дилеров. Торговля наиболее активными выпусками проводится в биржевом кольце зала облигаций. Например, на NYSE в 1999г. котировались почти 2400 облигаций, среди которых 1462 являлись долго-

³² Рубцов Б.Б. «Мировые фондовые рынки», 2000г. (27)

выми обязательствами американских компаний с общей номинальной стоимостью 262,5 млрд. долларов; большинство же операций с облигациями совершалось дилерами и институциональными инвесторами, действующими напрямую или через брокеров. А уже в 2000г. в США было размещено корпоративных облигаций (corporate bonds) на сумму 506,6 млрд. долларов, из них 30% составляли банковские облигации (см. приложение 9).

Всего же на начало 2001г. объем обращающихся на рынке облигаций корпораций, в т.ч. и банков, был равен 3,4 трлн. долларов³⁴. По этому показателю доля облигаций корпораций составляет на начало 2001г. 21,3% всего рынка облигаций США. Причем наиболее распространены долгосрочные корпоративные облигации со сроком обращения свыше 12 лет при наличии права отзыва у эмитента через 7-10 лет с даты размещения. Также немалую долю на рынке занимают так называемые MTN (medium-term notes – среднесрочные облигации; от 5 до 12 лет) и краткосрочные облигации (от 1 до 4 лет). Облигации со сроками обращения менее 10 лет обычно являются безотзывными. Чисто банковские облигации не имеют большой доли на американском рынке. Хотя надо заметить, что в 2001г. многие коммерческие и инвестиционные банки увеличили выпуск своих облигаций (например, Morgan Stanley провела рекордное размещение облигаций в сумме 7,3 млрд. долларов на 5 лет), в то время как, например, в промышленном секторе объем эмиссии упал из-за опасений снижения качества корпоративных долгов. В составе инвесторов преобладание страховых компаний, пенсионных фондов и частных лиц (негосударственные облигации в среднем составляют 20-30% их портфелей)³⁵.

Такая распространенность облигационных выпусков обусловлена, прежде всего, сильной законодательной защитой прав инвесторов при соблюдении интересов эмитентов. Для нас интересным представляется такой момент: в США любая эмиссия облигаций сопровождается оформлением облигационного соглашения (indenture), в котором эмитент дает обязательство перед доверенным представителем инвесторов (trustee) о выполнении определенных условий. Главным среди них является своевременная выплата купонных процентов и основной суммы долга. Доверенный представитель выпуска облигаций (обычно банк или трастовая компания) действует от имени и в интересах держателей облигаций. Он может предпринимать действия, как в рамках соглашения, так и по собственному усмотрению, выполняя просьбы конкретных инвесторов. Для усиления защиты держателей облигаций в случае угрозы банкротства или связанного с невыполнением обязательств судебного

³³ Коттл С. и др. «Анализ ценных бумаг Грэма и Додда», 2000г. (19)

³⁴ по данным www.bloomberg.com

³⁵ Приложение 11

разбирательства действует следующее правило: если корпорация, банк не выплачивает проценты по собственным облигациям, то спустя относительно короткий промежуток времени (обычно от одного до шести месяцев) вся сумма долга подлежит погашению.

С учетом продолжительного развития облигационного рынка США представляется интересным процесс эволюции отношения инвесторов к данному инструменту и вытекающие из этого взаимоотношения между участниками рынка. Так, до 1970-х гг. в США использование облигаций целиком определялось сроками погашения. Господствовала традиционная философия: купил и держи, а потому инвестиционная ценность облигаций обуславливалась исключительно их доходностью до погашения. Преобладали долгосрочные вложения и вообще облигации были предсказуемы и скучны. Рынок облигаций был преимущественно первичным (похожая ситуация на современном российском рынке!). Корпорации эмитировали и размещали разного рода облигации, чтобы обеспечить собственные финансовые нужды и одновременно создавали средства для финансирования будущих финансовых обязательств. В те дни намерение большинства покупателей облигаций состояло в том, чтобы владеть ими, стричь купоны и, наконец, своевременно их погасить. Такой подход стимулировался действовавшей в то время техникой учета облигаций. В балансе облигации отражались по амортизированной цене покупки (с учетом купонного дохода)³⁶. Если текущий рыночный процент был выше, чем ставка купонного дохода, продажа облигаций создавала немедленный убыток. Но если рыночный процент был ниже, чем доход по облигации, ее продажа создавала налоговые обязательства на прирост цены облигации и также вела к сокращению доходов. Такого рода результаты рассматривались как в целом нежелательные, и результатом этого было простое решение - сохранять облигации в портфеле, не способствуя росту ликвидности рынка в целом. Причем в этот период пенсионные фонды и страховые компании, которым нужны были высокодоходные и одновременно достаточно качественные облигации, стали основными покупателями долгосрочных корпоративных облигаций (YTM=20-60%).

После 1970 г. эти традиции рынка облигаций были подорваны инфляцией, ростом дефицита бюджета США, дерегулированием процентных ставок, что привело к ориентиру на краткосрочную доходность. Чтобы выдерживать ежедневно растущее давление конкуренции, участникам рынка капитала потребовались очень гибкие инструменты и подходы к инвестированию. Современный рынок делает решительный акцент на ликвидности и гибкости. У каждого инвестора цели и критерии управления портфелем могут радикально из-

³⁶ Котгл С. и др. «Анализ ценных бумаг Грэма и Додда», 2000г. (19)

мениться за короткий промежуток времени. Важнейшими критериями стали краткосрочная доходность и величина премии за гибкость портфеля. Аналитик же опережает рынок в поиске бумаг, кредитный рейтинг которых в ближайшее время должен был понизиться или повыситься. Таким образом, максимизация доходности до погашения перестала быть высшей ценностью рынка облигаций и уступила место критерию краткосрочной эффективности. Стало укрепляться мнение, что менеджеры в состоянии предвидеть направление изменений процентных ставок. Получив прогноз о направлении изменения процента, эти менеджеры соответствующим образом изменяют структуру своих портфелей по срокам погашения и до сих неплохо зарабатывают своим искусством и математическими расчетами (см. подробнее в четвертой главе).

В Японии, где наряду с высокоразвитым рынком корпоративного долга существует и эффективная система долгосрочного банковского кредитования, капитализация рынка корпоративных облигаций составляет около 20% ВВП. Преобладают банковские облигации (27%) по сравнению с корпоративными бумагами³⁷. Этот инструмент используется в первую очередь банками долгосрочного кредита как важный способ привлечения ресурсов на длительные сроки (см. приложение 10). Наши банки вполне могут принять во внимание этот опыт своих японских коллег, искусно управляющих активами и пассивами с помощью выпуска облигаций и/или инвестирования в эти инструменты.

Отличительной особенностью европейского финансового рынка всегда являлась ориентация заемщиков на банковское кредитование (банковская модель финансовой системы). Иными словами, основной объем долгового финансирования опосредуется банками, а корпоративные облигации играют незначительную роль. Размеры рынка корпоративных облигаций в Европе всегда были незначительными по сравнению с американским рынком. В то же время большинство аналитиков прогнозировали некоторый рост рынка на завершающей стадии создания ЕС, однако действительность превзошла самые смелые ожидания. Важными особенностями развития рынка стали большие объемы заимствований (объемы эмиссий в большинстве случаев превышают 1 млрд. евро) и отсутствие ориентации инвесторов на национальный рынок. «Новый рынок действительно открылся. Когда французская компания может разместить большинство своих облигаций в Италии, это что-то новое», — констатировали участники рынка³⁸. Только за первое полугодие 1999г. европейские компании и финансовые институты эмитировали облигаций на 149 млрд. евро, что в 2 раза превысило показатели первой половины 1998г. Однако этот рост в основном был обеспечен ростом

³⁷ The Bond Market Association Research Quarterly, August 1998 (36)

доли банковских облигаций: к концу 1999г. лишь 4% всех эмитированных долговых инструментов пришлось на промышленные предприятия, т.к. им все еще проще и выгоднее получать кредит в банке, чем выходить на рынок со своими бумагами³⁹.

Банковские облигации получили наибольшее развитие в Германии. Объем банковских облигаций в Германии доходит до 60% всего долгового рынка (99,8% рынка негосударственных облигаций), несмотря на то, что здесь очень развит также сегмент государственных облигаций⁴⁰. Таким способом привлекают средства только крупные и очень крупные банки, сравнимые по своим размерам с крупнейшими корпорациями. Из всех российских банков такого масштаба можно назвать разве что только Сбербанк. Почти все облигации банков выпускаются на срок от 2 до 10 лет в бездокументарной форме с номиналом как минимум 1000 марок. Среди них выделяют муниципальные, ипотечные и собственно банковские облигации. Муниципальные и ипотечные облигации выпускаются земельно-сберегательными и ипотечными банками. При этом ипотечные облигации выпускаются для финансирования жилищного строительства в форме именных или предъявительских ценных бумаг, обеспеченных имуществом. Муниципальные облигации выпускаются для финансирования банками потребностей местных органов власти. Кроме того, немецкая фондовая биржа считается одним из основных центров биржевой торговли облигациями. Большая часть банковских облигаций имеют листинг на биржах, но торговля ими осуществляется в основном на внебиржевом рынке. Основными участниками сделок также являются сами банки (37% всех держателей банковских облигаций). Доля частных инвесторов составляет примерно 15%, хотя по некоторым оценкам она занижена, поскольку значительная часть облигаций приобретается через банки анонимно.

Сейчас общий объем рынка европейских корпоративных облигаций по числу размещенных выпусков оценивается в 700 млрд. евро, что в пять раз уступает американскому рынку. Тем не менее, для дипломной работы этот рынок с преобладанием облигаций финансовых институтов, наряду с японским рынком, более показателен и интересен для анализа. В связи с этим попробую выделить ряд проблем европейского рынка негосударственных бумаг, с которыми, по-видимому, и наш рынок столкнется рано или поздно. Итак, на начальном этапе становления рынка негосударственного долга Европы имели место ошибки в ценообразовании, в результате чего облигации достаточно перспективных заемщиков не находили ожидаемого спроса при завышенной цене или же размещение оказывалось ме-

³⁸ по данным www.economist.com

³⁹ Кристина И. Рэй «Рынок облигаций: торговля и управление рисками», 1999г. (20)

⁴⁰ Рубцов Б.Б. «Зарубежные фондовые рынки», 1996г. (26)

нее эффективным при заниженном уровне цен (такие проблемы очень актуальны для российских эмитентов и андеррайтеров). В некоторых случаях европейские банки не смогли грамотно провести размещение облигаций, удачно выбрать время для андеррайтинга. Отмечались случаи демпинга при установлении цены, в составе синдикатов отсутствовало взаимопонимание между банками. Андеррайтеры оказались не в состоянии обеспечить достаточную ликвидность размещаемых инструментов или просто не задумывались об этом. С другой стороны, инвесторы продемонстрировали недостаточную осведомленность о «правилах игры» на «новом» рынке, что привело к падению спроса уже в начале 2000г., когда потенциальные инвесторы перешли от агрессивных покупок всего, что появлялось на рынке, к выжидательной позиции и спокойной оценке ситуации. Что касается менеджмента корпораций, банков, то здесь не было представления, как успешно «подать» себя на рынке. Работников финансовых отделов поставила в тупик необходимость получения кредитного рейтинга, проведения road-show и т.д.

Таким образом, и сторона спроса, и сторона предложения, и финансовые посредники оказались не готовы к бурному развитию «нового» рынка. Этим воспользовались американские банки, имеющие более чем достаточный опыт инвестиционной деятельности на рынках корпоративных и банковских облигаций. Им удалось частично вытеснить европейские банки с нового перспективного и жизненно необходимого сегмента финансового рынка. Поскольку рассмотренные проблемы не могут быть полностью решены за один год, это стало одной из основных причин затухания наметившегося роста в новом секторе европейского рынка капиталов.

Известно множество причин, препятствующих развитию в России, безусловно, перспективного и нужного сектора рынка капиталов. Но готовы ли мы сами к появлению негосударственного рынка облигаций? Пока можно уверенно прогнозировать, что все описанные «болезни» роста европейского рынка проявятся и у нас, однако, если сравнительно высокоразвитый европейский рынок сумел в течение года как-то адаптироваться к новым условиям, российская реальность может всерьез и надолго загубить первые попытки развития «нового» рынка. Ранее часто говорилось о необходимости развития в России рынка акций, после чего россиянам раздали ваучеры, а в стране возникли финансовые «пирамиды». Допущенная поспешность привела к тому, что наш многострадальный фондовый рынок до сих пор представляет собой торговлю акциями одного единственного эмитента. Потом мы радовались развитию рынка государственных заимствований..... В связи с этим здесь более поучительным может быть другой опыт: некоторые из азиатских стран из числа emerging markets (развивающиеся рынки) в свое время тоже пережили бум корпоративных

и банковских облигаций. Наиболее яркие и показательные примеры - Южная Корея и Индонезия⁴¹. Когда-то в этих странах рынок корпоративных облигаций был финансовым хитом. Известно и чем это закончилось: рост размеров корпоративного долга стал маховиком кризиса в этом регионе. Со временем облигационный бум принял форму снежного кома: постоянное раздувание рынка корпоративного долга и многоэтажное рефинансирование взвинтили цену привлекаемого капитала до неадекватного уровня. Компании оказались не в состоянии обслуживать свои долги, вслед за тем рынок был накрыт волной дефолтов. Итак, надо учиться на чужих ошибках, и тогда станет ясно, что сразу ничего на финансовом рынке не делается.

⁴¹ «Building bonds in floating markets»//Euromoney, February 1997 (62)

Глава 2: Организация выпуска и обращения облигаций российских банков. Регулирование российского рынка банковских облигаций

2.1. Последовательность и задачи эмиссии облигаций банками

Недостаточно банку заявить о наличии способности и желания привлечь заимствования, чтобы появились облигации. Они возникают только при наличии определенных финансовых, управленческих возможностях. Процесс выпуска облигаций - одна из наиболее сложных операций менеджмента банка. Для размещения облигаций необходимо оценить принципиальную целесообразность этого проекта, принять официальное решение, подготовить и зарегистрировать эмиссию, сформировать синдикат андеррайтеров, обеспечить допуск облигаций к торгам на бирже, наладить учет прав собственности, привлечь инвесторов, сформировать вторичный рынок, без задержек проводить купонные платежи и погашение облигаций. Во всем проекте по выпуску облигаций, помимо эмитента, задействован целый ряд участников: финансовый консультант, синдикат андеррайтеров, торговая система, депозитарий, платежный агент, а для успеха проекта необходимо еще взаимодействие с информационными и рейтинговыми агентствами. Сложность и запутанность процесса выпуска облигаций приводит к тому, что многие предприятия, банки, потенциально заинтересованные в привлечении инвестиций через выпуск долговых инструментов, вынуждены отказываться от этого. В помощь эмитентам в этом пункте второй главы кратко и доходчиво описаны процессы подготовки, регистрации и размещения новых выпусков облигаций банками, включая описание форм необходимых документов (решение о выпуске, проспекта эмиссии, отчета о ее итогах), даны пояснения и комментарии по составлению этих документов.

Эмиссия облигаций - это установленная законом «О рынке ценных бумаг» последовательность действий эмитента (банка), органа или организации, выпустившего ему облигации, по их размещению. Эта последовательность включает⁴²:

- 1). принятие решения о выпуске облигаций;
- 2). принятие решения о размещении и подготовка проспекта эмиссии;
- 3). регистрация выпуска и проспекта эмиссии;

⁴² Инструкция ЦБР №8 «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории РФ» гл.8, п.8.1.-8.2

- 4). размещение выпущенных облигаций, т.е. их продажа или передача первым владельцам таких бумаг (первичное размещение);
- 5). регистрация отчета о размещении выпущенных облигаций;
- 6). раскрытие информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска.

Подробно процедура эмиссии облигаций кредитными организациями регламентирована Инструкцией ЦБР «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации» №8 от 17.09.1996г. с последними изменениями и дополнениями от 03.04.2000г. (эмиссия корпоративных облигаций регулируется "Стандартами эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии" ФКЦБ РФ №27 от 19.10.2001г.). В соответствии с этим нормативным документом и уставом кредитная организация по решению Совета директоров, если иное не предусмотрено ее уставом, может выпускать облигации для привлечения заемных средств в пределах размера ее уставного капитала⁴³. При этом выпуск облигаций допускается только после полной оплаты уставного капитала, т.е. исключен одновременный выпуск акций и облигаций.

Кредитная организация по своему выбору может выпускать облигации именные и на предъявителя; обеспеченные залогом собственного имущества либо облигации под обеспечение, предоставленное кредитной организации для целей выпуска третьими лицами (например, первый выпуск облигаций КСФБ), облигации без обеспечения; процентные и дисконтные; конвертируемые в акции; с единовременным сроком погашения или облигации со сроком погашения по сериям в определенные сроки (см. главу 1 пункт 1.2.). При этом выпуск облигаций без обеспечения допускается не ранее третьего года существования Общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов Общества. Другими словами, предоставление обеспечения (имущество, ценные бумаги и др.) третьими лицами при выпуске облигаций кредитными организациями потребуются только в следующих случаях:

- ✓ при существовании кредитной организации менее двух лет на всю сумму выпуска облигаций;
- ✓ при существовании кредитной организации более двух лет в случае выпуска облигаций на сумму, превышающую размер уставного капитала; величина обеспечения - не менее суммы превышения размера уставного капитала.

Вооружившись этими общими тезисами, подробно опишем каждую стадию эмиссии банковских облигаций:

⁴³ Гражданский кодекс РФ, ст.102 (1)

1). До *принятия эмитентом решения о выпуске облигаций* предварительно менеджментом банка разрабатывается концепция эмиссии - анализ целесообразности эмиссии с точки зрения затрат, предварительный выбор категории и типа облигаций с учетом целей банка-эмитента, предполагаемый круг инвесторов (мелкие инвесторы, крупные юридические лица и т.д.), способ и источники размещения, возможный объем выпуска и др. Уже на этой основе Советом директоров банка-эмитента принимается решение о проведении эмиссии (его содержание не регламентируется законом и стандартами). Обычно в решении о выпуске облигаций прописывают форму, объем, номинальную стоимость, сроки, способ размещения и иные условия выпуска, обращения облигаций. Отмечу, что на практике эта стадия очень важна, т.к. разработка и сравнительный анализ различных вариантов выпуска и размещения ценных бумаг, определение реализуемости и эффективности для эмитента того или иного варианта служат залогом успешности первичного размещения и вторичных торгов.

О предстоящем выпуске облигаций заранее нужно известить всех акционеров банка, условия выпуска довести до их сведения. После этого банковские специалисты могут перейти ко второй стадии процесса организации облигационного займа.

2). *Принятие решения о размещении облигаций и подготовка проспекта эмиссии* подразумевает тщательную подготовку необходимых документов (в т.ч. проспекта эмиссии, если этого требуют условия эмиссии) для регистрации выпуска в ЦБР. Формы и содержание решения о размещении регламентированы и детально раскрывают все характеристики будущего выпуска. В этом документе обязательно должны содержаться сведения: вид и форма выпускаемых ценных бумаг, способ хранения, их номинальная стоимость и количество, порядок размещения (даты начала и окончания размещения, способ и цена размещения), условия и сроки обращения, права владельца каждой облигации выпуска, обязательство эмитента по обеспечению прав владельцев, порядок удостоверения, уступки и осуществления прав и т.д.⁴⁴

Кроме того, перечень документов для государственной регистрации выпуска, включающий копии учредительных документов эмитента, выписки из протоколов собраний (заседаний) уполномоченных органов эмитента, принявших решения о размещении и выпуске облигаций, а также различного рода сведения и справки дополняется еще одним важнейшим документом, составляющим, пожалуй, основу пакета документации для регистрации - проспект эмиссии. Согласно Инструкции ЦБР №8 (глава 8 п. 8.3) выпуск облигаций банка

⁴⁴ Инструкция ЦБР №8 «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями...»от 17.09.1996г. (17)

должен сопровождаться составлением и регистрацией проспекта эмиссии, если выполняется хотя бы одно из следующих условий:

- размещение ценных бумаг производится среди неограниченного круга лиц или заранее известного круга лиц, число которых превышает 500;
- общий объем эмиссии превышает 50 тысяч МРОТ.

В связи с тем, что реально выпуск облигаций меньшего объема экономически нецелесообразен, поэтому фактически регистрация проспекта эмиссии обязательна во всех случаях. В России не распространено частное размещение как в США, которое не сопровождается регистрацией проспекта эмиссии. Проспект эмиссии готовится и утверждается Правлением банка или другим уполномоченным органом кредитной организации, а также заверяется независимой аудиторской фирмой. Надо сказать, что проспект эмиссии имеет огромное значение для инвесторов, поэтому эмитент очень внимательно его составляет, отвечая за достоверность и полноту отраженной в ней информации. Здесь приведены такие блоки информации о предстоящем выпуске облигаций: общие данные о ценных бумагах; данные об эмиссии ценных бумаг (дата принятия решения о выпуске; наименование органа, принявшего решение о выпуске; ограничения в отношении потенциальных владельцев ценных бумаг; место приобретения ценных бумаг; дата начала и окончания размещения ценных бумаг); данные о ценах и порядке оплаты ценных бумаг (цена размещения, порядок установления цены); список профессиональных участников рынка ценных бумаг, которых предполагается привлечь к участию в размещении выпуска (наименование, юридические адреса, функции); данные о получении доходов по бумагам (размер процентов, место получения доходов, периодичность платежей, порядок расчета доходов). Если в процессе выпуска бумаг или после его завершения установлено включение в проспект эмиссии недостоверной информации, инвесторы, как введенные в заблуждение, вправе требовать от кредитной организации возврата всех средств, уплаченных ими в процессе приобретения ценных бумаг⁴⁵. Однако на практике подготовка проспекта эмиссии излишне усложнена подробным описанием видов деятельности эмитента, договоров и обязательств эмитента. Столь детальное описание, превращающее проспект эмиссии в обширный научный трактат (200-300 страниц), с одной стороны, усложняет для эмитента процесс его подготовки и регистрации, а с другой - мало что дает инвестору. К сожалению, сделать обоснованный вывод о целесообразности инвестиций в облигации банка, изучая балансы, отчеты и сведения об имуществе эмитента, невозможно. Реалии российской экономики таковы, что между до-

⁴⁵ Положение ЦБР №43-П «О раскрытии информации Банком России и кредитными организациями-участниками финансовых рынков»

ходностью и ликвидностью бумаг, надежностью инвестиций и финансово-хозяйственным положением эмитентов этих бумаг, как правило, нет прямой зависимости.

Отдельно заметим, что эмитенту на данном этапе необходимо также определиться с финансовым консультантом и андеррайтером выпуска, т.к. немногие банки обладают штатом профессиональных сотрудников, способных провести дальнейшие этапы размещения облигаций самостоятельно. Так, финансовый консультант помогает определить условия, срок, форму выпуска, количество траншей, подготавливает и регистрирует проспект эмиссии. Андеррайтер же проводит непосредственное размещение облигаций компании среди инвесторов. В российской практике в связи с незначительными объемами заимствований и ограниченного круга инвесторов функции финансового консультанта и андеррайтера выполняет одна организация, что позволяет эмитенту снизить издержки на оплату их услуг (см. подробнее в третьей главе, п.3.1.). Кроме того, для обслуживания денежных платежей (выплата купонов, погашение займа, досрочный выкуп) необходимо выбрать банк в качестве платежного агента. Если андеррайтером выпуска является банк, то одновременно он может выполнять и функцию платежного агента. В России некоторые крупные профессиональные участники рынка ценных бумаг оказывают такого рода услуги (банк «Зенит», ДИБ, Альфа-банк и т.д.). Именно здесь проявляется основное преимущество банков-эмитентов перед другими участниками рынка, выпускающими облигации, – они могут самостоятельно осуществлять все перечисленные операции андеррайтера и платежного агента, избегая дополнительных затрат при организации облигационного займа.

3). Далее следует *регистрация выпуска и проспекта эмиссии*, т.к. все выпуски ценных бумаг банков независимо от величины выпуска и количества инвесторов подлежат государственной регистрации в регистрирующих органах. Регистрирующим органом по выпускам банковских облигаций на сумму 100 млн. рублей и более является Департамент контроля и лицензирования деятельности кредитных организаций ЦБР, а по остальным выпускам – территориальные учреждения ЦБР. Здесь эмитенту важно с самого начала учесть такой нюанс: не может быть одновременно осуществлена государственная регистрация нескольких выпусков облигаций одной серии. Иными словами, запрещается проводить эмиссию одновременно ценных бумаг разных категорий и типов, один государственный номер могут иметь только бумаги с одинаковыми характеристиками.

Для регистрации выпуска банк предоставляет в соответствующий регистрирующий орган следующие регистрационные документы⁴⁶:

- заявление на регистрацию по установленной форме;

⁴⁶ Инструкция ЦБР №8 «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями...»от 17.09.1996г. (17)

- решение о размещении ценных бумаг по установленной форме;
- описание (образец) сертификата (при документарной форме выпуска);
- проспект эмиссии, содержащий полный перечень раскрываемой информации;
- копию платежного поручения об уплате налога на операции с ценными бумагами (по этому поводу см. следующий абзац);

-копии договоров или других необходимых документов, подтверждающих, что данный выпуск облигаций сопровождается обеспечением, предоставленным в целях выпуска облигаций третьими лицами;

- выписку из протокола решения уполномоченного органа кредитной организации, подтверждающую принятие решения о выпуске ценных бумаг и т.д.

Одновременно с подачей документов на регистрацию эмитент уплачивает налог на операции с ценными бумагами в размере 0,8% от номинальной стоимости выпуска. Уплаченный налог не возвращается при отказе в регистрации выпуска и не относится на себестоимость, что в свою очередь увеличивает стоимость привлекаемых средств. В результате эмитенты либо платят огромные деньги лишь за одну возможность размещать бумаги, либо ищут способы обойти закон. До недавнего времени такая высокая плата за выпуск облигаций заметно препятствует развитию рынка, но в марте 2002г. Госдума утвердила, наконец, поправки в Налоговый кодекс, заметно сокращающие расходы на регистрацию эмиссий. Ставка государственной пошлины будет уменьшена до 0,2%, но не менее 10 тыс. рублей и не более 10 млн. рублей. При этом для регистрации проспекта эмиссии эмитент заплатит всего 1 тыс. рублей, а пошлину будет уплачивать только при получении свидетельства о регистрации, что позволит снизить издержки эмитента и повысит привлекательность краткосрочных займов. К лету это нововведение приведет к существенному оживлению рынка. Более подробно налогообложение по банковским облигациям рассмотрено в следующем пункте настоящей главы.

После получения полного комплекта перечисленных выше документов регистрирующий орган проверяет полноту регистрируемых им документов, их соответствие требованиям ЦБР. Если нет ошибок и замечаний, то выпуску бумаг присваивается государственный регистрационный номер. Государственный регистрационный номер ценных бумаг кредитной организации состоит из девятизначных разрядов: X-XX-X-XXXX-B. Первый разряд означает вид ценной бумаги (2- облигация), далее идет номер лицензии кредитной организации. Далее один экземпляр решения о размещении и проспекта эмиссии остается на хранении в регистрирующем органе, второй - у кредитной организации-эмитента (будущим владельцам бумаг предоставляется право доступа к нему), третий передается на хранение регистратору. В случае расхождений в тексте между экземплярами решения истинным счита-

ется текст документа, хранящегося в регистрирующем органе (ЦБР). С этого момента кредитная организация - эмитент и уполномоченные лица, подписавшие регистрационные документы, несут ответственность за достоверность информации, содержащейся в указанных документах.

Тем не менее, часто ЦБР отказывает в регистрации выпуска по следующим основаниям⁴⁷:

а) нарушение кредитной организацией - эмитентом законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и порядка составления и оформления регистрационных документов на выпуск ценных бумаг;

б) отсутствие в составе поданных документов хотя бы одного из тех, которые должны быть представлены, или несоответствие состава содержащихся в них сведений требованиям законодательства;

в) наличие в регистрационных документах недостоверной информации или информации, позволяющей сделать вывод о противоречии условий выпуска и обращения ценных бумаг действующему законодательству;

г) нарушение кредитной организацией - эмитентом норм, установленных банковским законодательством и нормативными актами ЦБР, в т.ч. невыполнение кредитной организацией - эмитентом обязательных нормативов, установленных для кредитных организаций в соответствии с действующим законодательством, на конец последнего завершенного квартала перед датой принятия решения о выпуске ценных бумаг и/или на момент окончания выпуска ценных бумаг (прогноз). Хотя были случаи, когда регистрирующий орган разрешал кредитной организации осуществлять выпуск ценных бумаг при наличии в регистрационных документах информации, позволяющей сделать вывод о том, что выпуск ценных бумаг приведет к выполнению обязательных нормативов.

д) наличие у кредитной организации - эмитента убытков в течение последнего завершенного финансового года либо с момента образования, если этот срок меньше одного года;

е) наличие у кредитной организации - эмитента просроченной задолженности кредиторам, в том числе Банку России, по платежам в бюджет и внебюджетные фонды на момент принятия решения о выпуске ценных бумаг;

ж) неисполнение кредитной организацией - эмитентом санкций, наложенных государственными органами, ЦБР в течение трех лет либо с момента образования, если этот срок меньше трех лет.

⁴⁷ Инструкция ЦБР №8 «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями...»от 17.09.1996г. (17)

Отказ в регистрации выпуска ценных бумаг по иным основаниям не допускается. Сообщение регистрирующего органа об отказе в регистрации выпуска ценных бумаг доводится регистрирующим органом до кредитной организации - эмитента. Если кредитная организация - эмитент или ее учредители считают отказ в регистрации выпуска ценных бумаг необоснованным, они могут обжаловать это решение в ЦБР, а также в судебном порядке в соответствии с действующим процессуальным законодательством.

При благоприятном стечении обстоятельств в целом процесс регистрации выпуска облигаций и проспекта эмиссии занимает 1 месяц, после чего эмитент через СМИ (периодические печатные издания с тиражом не менее 50 000 экземпляров) сообщает порядок раскрытия информации о выпуске⁴⁸. Через 2 недели после раскрытия информации о выпуске всем потенциальным покупателям банк-эмитент, его андеррайтер могут приступить к продаже облигаций инвесторам (первичное размещение).

4). *Размещение зарегистрированного выпуска облигаций (IPO)* - это отчуждение (продажа, передача) облигаций их первым владельцам эмитентом и/или андеррайтером в течение установленного при регистрации срока (но не более 1 года с даты принятия решения о размещении). При огромных объемах выпуска и при распространении в нескольких регионах может создаваться эмиссионный синдикат - объединение андеррайтеров, организуемое специально для размещения данного выпуска облигаций (см. подробнее в третьей главе п.3.1.).

Цену размещения эмитент (или андеррайтер) определяет исходя из установленной доходности, фиксируя ее заранее или в ходе аукциона. Информация об уровне этой цены может раскрываться эмитентом прямо в день начала размещения ценных бумаг. Само размещение облигаций может происходить либо путем продажи облигаций или так называемой подписки (заключения кредитной организацией-эмитентом с покупателями договоров купли-продажи на оговоренное число облигаций с возможным привлечением посредников или брокеров), либо путем замены на ранее выпущенные конвертируемые облигации и другие ценные бумаги в соответствии с условиями их выпуска и действующим законодательством. При этом количество размещаемых ценных бумаг не должно превышать числа (в штуках), указанного в зарегистрированных эмиссионных документах. В случае размещения ценных бумаг сверх количества, указанного в зарегистрированных эмиссионных документах, кредитная организация - эмитент обязана обеспечить в течение 2 месяцев выкуп и погашение бумаг, выпущенных в обращение сверх нормы. Однако на практике чаще размещается

⁴⁸ Положение ЦБР №43-П «О раскрытии информации Банком России и кредитными организациями-участниками финансовых рынков» от 02.06.1998г. (15)

меньшее количество ценных бумаг по сравнению с тем, которое указывается в регистрационных документах выпуска. Тогда, если в течение срока размещения распространено менее 25% выпуска, он признается несостоявшимся, и все средства, вырученные от продажи этих бумаг, подлежат возврату инвесторам.

Лицо, приобретшее облигации при первичном размещении, в среднем через месяц может по своему усмотрению продавать их на вторичном рынке, обменивать на иные ценные бумаги, дарить, передавать по наследству либо хранить и получать по этим ценным бумагам доходы в виде процента по облигациям. Для эмитента же процедура эмиссии отнюдь не завершена, необходимо определить результаты размещения и в дальнейшем ежеквартально сдавать отчеты в ЦБР. Тем более, что в ходе размещения ценных бумаг регистрирующий орган принимает жалобы и протесты потенциальных покупателей ценных бумаг, участников процесса размещения по нарушениям кредитной организацией - эмитентом или ее представителями действующего законодательства или порядка, указанного в регистрационных документах. Иными словами, эмиссия ценных бумаг может быть приостановлена, а выпуск ценных бумаг признан несостоявшимся регистрирующим органом на любом этапе процедуры эмиссии до даты регистрации отчета об итогах выпуска этих ценных бумаг. С даты предварительного уведомления эмитента, андеррайтеров, регистратора, организаторов торговли о приостановлении эмиссии (не позднее 5 дней с даты принятия решения о приостановлении эмиссии) запрещаются совершение сделок по размещению этих бумаг, осуществление рекламы ценных бумаг этого выпуска⁴⁹. В этом случае кредитная организация - эмитент обязана оперативно представить протокол об устранении нарушений, а в случае неисполнения эмитентом обязанности по устранению нарушений, изложенных в протоколе, регистрирующий орган может обратиться в суд о признании выпуска недействительным.

Некоторые эмитенты в решении о выпуске облигаций предусматривают их размещение частями в течение нескольких сроков (траншами), но не позднее одного года со дня утверждения решения об их выпуске. Заранее устанавливаются: количество облигаций в каждом транше или порядок его определения; сроки размещения каждого транша или порядок их определения; порядок идентификации облигаций каждого транша. При этом, учитывая понятие выпуска ценных бумаг (серии облигаций), облигации каждого транша должны иметь равные права и равные условия размещения, отличие может быть только по дате начала размещения.

⁴⁹ Чернова Г.В., Терехова В.Н. «Выпуск ценных бумаг коммерческими банками», 2001г. (30)

5). *Подготовка и регистрация отчета об итогах выпуска* осуществляется эмитентом в течение 30 дней с даты окончания размещения облигаций, после чего могут начаться вторичные торги облигациями (до регистрации отчета об итогах выпуска в ЦБР инвесторы не имеют права на реализацию купленных облигаций). В отчете об итогах выпуска облигаций обязательно указывается следующая информация: дата начала и окончания размещения, фактическая цена размещения, номинальная стоимость одной облигации, количество размещенных бумаг, общий объем поступлений за размещенные облигации и т.д.⁵⁰

Регистрирующий орган рассматривает отчет об итогах выпуска в двухнедельный срок. Отказ в регистрации отчета об итогах выпуска, влекущий за собой признание выпуска несостоявшимся и аннулирование государственной регистрации самого выпуска, может иметь место в следующих случаях:

- не удовлетворяющие для кредитной организации итоги выпуска;
- отчет об итогах выпуска не представлен на регистрацию в срок;
- нарушения действующего законодательства;
- кредитная организация имеет реально оплаченную долю выпуска, меньшую, чем установлено ФКЦБ РФ;
- отчет не содержит полностью информации, предусмотренной порядком ее раскрытия.

При отказе в регистрации итогов выпуска регистрирующий орган письменно формулирует причину отказа в регистрации и претензии к кредитной организации, а также аннулирует государственный регистрационный номер выпуска. В случае признания выпуска ценных бумаг несостоявшимся все ценные бумаги данного выпуска возвращаются кредитной организации. Издержки, связанные с признанием выпуска бумаг несостоявшимся и возвратом средств владельцам, относятся на счет кредитной организации-эмитента.

В случае, если отчет об итогах выпуска ценных бумаг все-таки зарегистрирован, кредитная организация - эмитент публикует итоги выпуска в печатном органе, где предварительно было опубликовано сообщение о выпуске, с указанием данных, которые кредитная организация считает целесообразным довести до сведения общественности, а также с указанием способа и места, где желающие могут ознакомиться с полным отчетом об итогах выпуска.

б). В дальнейшем кредитная организация ежеквартально (не позднее 30 календарных дней после окончания каждого квартала) осуществляет *раскрытие информации*, которая доступна владельцам облигаций по их требованию за плату, не превышающую накладные

⁵⁰ Павлова Л.Н. «Операции с корпоративными ценными бумагами», 1997г. (24)

расходы по изготовлению брошюры. Регистрирующий орган рассматривает ежеквартальный отчет в течение двух месяцев с момента представления и принимает решение о регистрации отчета или направляет отчет на доработку. Доработанный ежеквартальный отчет должен быть представлен в регистрирующий орган в течение двух недель с момента получения официальных замечаний регистрирующего органа или в течение срока, определенного регистрирующим органом. Регистрирующий орган может отказать банку в регистрации новых выпусков бумаг, если он в установленном порядке не представил или представил ежеквартальный отчет по ценным бумагам с нарушением установленной формы или с несоблюдением срока представления доработанных документов.

Кроме того, сообщения о существенных событиях и действиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность банка, представляются в регистрирующий орган и публикуются в печатных средствах массовой информации в течение 5 дней с момента осуществления этих событий или совершения действий⁵¹.

Таким образом, от момента принятия банком решения о выпуске облигаций до момента размещения проходит в среднем 3-4 месяца, что делает малопривлекательным этот рынок для оперативного привлечения краткосрочного финансирования в отличие, например, от выпуска векселей. Если же рассматривать сроки осуществления эмиссионного проекта в целом: от разработки концепции эмиссии до регистрации отчета о размещении – процесс эмиссии может охватывать полтора, а то и два года. Кроме того, из-за высоких фиксированных затрат (налог на ценные бумаги, комиссионные андеррайтеру, платежному агенту) краткосрочные облигации зачастую оказываются очень дорогими. Возникает закономерный вопрос: стоит ли банку вообще затевать столь продолжительный и трудоемкий процесс? Стоит, т.к. с помощью эмиссии удастся решить множество финансовых, управленческих и иных *задач*, реализация которых иными путями не достижима или неэффективна. Облигация - гибкий инструмент, который годится в разных ситуациях. К числу важнейших задач эмиссии относятся:

➤ Мобилизация ресурсов на осуществление инвестиционных проектов эмитента, пополнение его пассивов (развитие эмитента). Для осуществления долгосрочных, крупномасштабных инвестиционных проектов собственных средств обычно среднему банку недостаточно. Многие банки имеют значительные задолженности перед клиентами и вкладчиками, не в состоянии привлекать дорогие межбанковские кредиты, не могут надеяться на бюджетные средства, т.е. перечисленные источники средств труднодоступны или недоста-

⁵¹ Постановление ФКЦБ РФ №32 «О порядке раскрытия информации о существенных фактах.....» от 12.08.1998г. (13)

точные, в то время как осуществление эмиссии находится в руках самого эмитента. Затраты на подготовку проспекта эмиссии и оплату услуг андеррайтеров, размещающих выпуск, в настоящее время составляют 5-20% дохода эмитента от продажи облигаций, что вполне приемлемо по сравнению со стоимостью прочих источников ресурсов. А при значительной потребности эмитента в инвестиционных ресурсах целесообразно проведение не одной эмиссии, а их последовательности, при этом учитывать при подготовке и осуществлении каждой последующей эмиссии опыт предыдущей.

- Поддержание ликвидности собственных облигаций, доходности инвестиций в эти бумаги.
- Получение значительного эмиссионного дохода при первичном размещении облигаций.
- Погашение кредиторской задолженности путем предоставления кредиторам части выпущенных облигаций. Прибегать к выпуску облигаций в этом случае можно, когда остальные пути решения этой задачи (оформление кредиторской задолженности в векселя, взятие нового кредита, меры по расчетам с дебиторами и др.) уже исчерпаны или недоступны.
- Реструктуризация задолженности (например, в 1997г. организации осуществляли реструктуризацию задолженности по платежам в федеральный бюджет путем выпуска облигаций в обеспечение погашения основного долга). Сегодня наиболее популярным шагом при реструктуризации банка является попытка достижения договоренности с кредиторами о конверсии кредиторской задолженности в долговые бумаги («секьюритизация» долгов)⁵².
- Рост доходов инвесторов от сделок купли-продажи на вторичном рынке приобретенных ими облигаций эмитента. Как известно, доход владельца ценной бумаги обычно складывается из купонного дохода и разницы между курсовой стоимостью ценных бумаг при продаже и ценой их приобретения. Но получение хороших доходов зависит от ликвидности и повышательной динамики курса на рынке.

Эти преимущества неоспоримы, и нежелание работать с собственными ценными бумагами, осуществлять новые выпуски облигаций можно объяснить во многом непониманием эмитентами проблем, которые могут быть решены посредством эмиссии облигаций. Есть конкретные примеры выпусков, позволившие эмитентам привлечь значительные инвестиции, сэкономив при этом на налогах и получив значительный эмиссионный доход (многоцелевой характер эмиссий облигаций). С другой стороны, разместить эмиссию обли-

⁵² Петров В., Потемкин А. «Основные подходы к реструктуризации банков»//РЦБ №12, 2001г. (53)

гаций, ранее не обращавшихся на фондовом рынке, трудно и не всем под силу. Но их распространение требует не столько проведения дорогостоящих рекламных компаний, сколько заблаговременной работы эмитента: разработка концепции эмиссионной политики и следование этой концепции; привлечение профессиональных участников рынка и т.п. Самыми сложными и пока плохо проработанными российскими специалистами облигационного рынка моментами в этой работе являются вопросы налогообложения и бухгалтерского учета.

2.2. Налогообложение операций с банковскими облигациями

В этой части работы речь пойдет о режиме налогообложения облигаций, выпущенных банками в России и особенности налогообложения доходов, получаемых в связи с операциями с этими бумагами. Сначала рассмотрим особенности налогообложения банков-эмитентов, а затем перейдем к особенностям налогообложения инвесторов. В результате охватим все, что важно знать о налогах при подготовке выпуска облигаций, а также при их купле-продаже.

У эмитента выпуск облигаций связан с тремя налогами: налог на операции с ценными бумагами, налог на прибыль, налог на имущество.

Во-первых, основной налог для эмитента - это налог на операции с ценными бумагами. Как уже отмечалось, в соответствии с п.8.1. инструкции ЦБР №8 кредитная организация - эмитент в случаях и в порядке, предусмотренных законом Российской Федерации "О налоге на операции с ценными бумагами" № 2023 от 12.12.1991г. (ст. 2), обязана уплатить налог на операции с ценными бумагами. Он уплачивается по ставке 0,8 % с номинальной суммы выпуска облигаций (информация на 1 квартал 2002г., в мае-июне 2002г. предполагается снижение ставки до 0,2%)⁵³ при регистрации проспекта эмиссии за счет чистой прибыли организаций. Таким образом, размер налога не зависит от суммы фактически привлекаемых заемных средств (уплачивается с суммы объявленного, а не размещенного объема эмиссии) и не подлежит возврату при отказе от регистрации выпуска, что, естественно, сказывается на предпочтениях эмитентов и структуре всего рынка. Например, предположим, эмитент выпускает беспроцентные (дисконтные) облигации номиналом 100 рублей и размещает их среди инвесторов по цене 80 рублей. Сумма уплаченного налога будет составлять 0,8% от номинала, т.е. 0,8 рублей на каждые привлеченные 80 рублей. В то же время другой эмитент, размещающий процентные облигации с тем же номиналом, уплатит те же

⁵³ «Снижается плата за выход на рынок»//Коммерсант, 18.03.2002г. (57)

0,8 рублей на каждые привлеченные 100 рублей⁵⁴. Получается, что с точки зрения действующего налога на операции с ценными бумагами дисконтные облигации оказываются менее привлекательными, поскольку фактически эмитент уплачивает налог по повышенной ставке к сумме привлеченного финансирования (именно этим объясняется предпочтение в последнее время эмитентами купонных бумаг).

Второй налоговый компонент - это режим налогообложения процентных выплат по облигациям в рамках налога на прибыль. Немаловажным моментом при принятии решения об эмиссии облигаций является возможность отнесения процентов, выплачиваемых по облигациям, на уменьшение налогооблагаемой прибыли. Здесь существуют некоторые различия между небанковскими организациями и банками. Так, для небанковских организаций до 1999г. не было возможности включать в состав затрат проценты по облигациям, и это обстоятельство являлось основной причиной отсутствия интереса к выпуску рублевых облигаций. В 1999г. были внесены изменения в положение № 552 о составе затрат, в соответствии с которыми предприятиям было разрешено включать в состав внереализационных расходов, уменьшающих налогооблагаемую базу, проценты по облигациям при соблюдении определенных критериев⁵⁵. Первым критерием является то, что для включения в состав затрат процентов по облигациям необходимо, чтобы данные облигации размещались и обращались через организаторов торговли на рынке ценных бумаг, у которых есть соответствующая лицензия ФКЦБ (т.е. облигации, не прошедшие листинг, непривлекательны для эмитента с налоговой точки зрения). Второе необходимое условие предполагает, что затраты по выплате процентов уменьшают налогооблагаемую базу при условии, что они начислены при погашении облигаций за время их фактического обращения (принцип начисления процентных выплат). И, наконец, сумма возможного вычета процентных выплат из налогооблагаемой базы ограничивается ставкой рефинансирования плюс 3%, что уравнивает облигации с кредитами банков. Кроме того, в отличие от дивидендов (процентов) по акциям, проценты по облигациям, держателями которых являются юридические лица, не облагаются налогом на доход у источника выплаты. Они облагаются у получателя (держателя облигаций, инвестора) по ставкам налога на прибыль. В соответствии с новой редакцией закона о налоге на прибыль от 01.01.2002г. ставка налогообложения прибыли всех юридических лиц, включая банки, снизилась до 24%, а раньше доходы по негосударственным долговым обязательствам, включая облигации, облагались для банков по ставке 43%, для прочих - 35%.

⁵⁴ Сурков О. «Корпоративные облигации российских эмитентов»//РЦБ №6, 2000г.

⁵⁵ Постановление Правительства РФ №696 «О составе затрат по производству и реализации продукции (работ и услуг)...» от 26.06.1999г.

Для кредитных организаций все вышесказанное также правомерно, однако процентные расходы принимаются к уменьшению налогооблагаемой базы банка по кассовому методу, то есть в момент выплаты (отличие от режима налогообложения небанковских облигаций).

В соответствии с НК РФ процентом признается любой заранее заявленный или установленный доход, в т.ч. дисконт (если условиями выпуска не предусмотрена и выплата процентов), по долговому обязательству. В принципе это положение позволяет банкам, которые выпускают облигации с дисконтом относить на себестоимость дисконтные выплаты в случае, если дисконтная выплата может быть приравнена к проценту. Но в данном случае хотелось бы обратить внимание на то, что налоговым законодательством к проценту приравнивается разница между номинальной стоимостью и ценой первичного размещения облигаций. Подобная формулировка ограничивает возможности банка учитывать дисконт при налогообложении, в случае если облигация выпускается одновременно как процентная, так и дисконтная, потому что, к сожалению, двойное отнесение на себестоимость, как процентных платежей, так и дисконта, невозможно, хотя с экономической точки зрения и дисконт, и процент составляют для эмитента одинаковые по содержанию затраты по привлеченным заемным средствам⁵⁶. Этим объясняется однообразие форм облигаций в обращении, т.к. неэффективно эмитенту с точки зрения затрат, соблюдения налогового законодательства конструировать новые схемы облигационных заимствований.

Что касается налога на имущество эмитента, то на первый взгляд, в момент выпуска облигаций эмитент создает новые обязательства, а не увеличивает свое имущество. Однако из-за некоторых особенностей российского бухгалтерского учета и действующего порядка расчета налога на имущество выпуск дисконтных облигаций может привести к увеличению базы для расчета налога на имущество. Как уже отмечалось, правила бухгалтерского учета конкретно не определяют, что обязательства, возникающие в результате размещения облигаций по цене, отличной от номинала, должны отражаться в размере номинальной стоимости облигаций. Так, установлено, что если облигации размещены с премией (т.е. по цене, превышающей их номинальную стоимость), то разница между ценой размещения и номинальной стоимостью (премия) учитывается эмитентом как доходы будущих периодов. Затем на протяжении срока обращения облигаций премия равномерно относится на финансовый результат, т.е. увеличивает налогооблагаемую прибыль эмитента. К сожалению, существующие правила бухучета прямо не определяют, каким образом должна учитываться разница между ценой размещения и номинальной стоимостью по облигациям, размещенным

⁵⁶ «Налогообложение операций с корпоративными облигациями»//Бюллетень МФЦ №8, 1999г. (50)

по цене ниже их номинальной стоимости (с дисконтом). Есть разные подходы к данному вопросу. Один из них состоит в том, чтобы отражать обязательства по облигациям в сумме фактически поступивших средств (в примере, рассмотренном выше, сумма обязательств эмитента возрастет на 80 рублей). В другом случае по аналогии не исключено, что при отражении дисконта должен действовать порядок, применяемый при учете премии, т.е. дисконт должен отражаться на счете «Расходы будущих периодов». В этом случае эмитент покажет на балансе обязательства в сумме 100 рублей, а разницу между полученными средствами и суммой обязательств (20 рублей) отразит на счете «Расходы будущих периодов». А суммы, учитываемые на счете «Расходы будущих периодов», входят в состав базы для расчета налога на имущество (2% ежегодно), начисляемая сумма дисконта будет также равномерно списываться на финансовый результат. Этот анализ показывает, что при отсутствии четко определенного в учетной политике метода отражения дисконта от размещения облигаций эмитент несет риск уплаты налога на имущество.

Теперь перейдем к рассмотрению особенностей налогообложения инвесторов по негосударственным, в т.ч. банковским, облигациям. Прежде всего, определим понятие финансовый результат от реализации облигаций - это разница между ценой реализации и ценой приобретения ценных бумаг с учетом расходов по их приобретению и реализации. Среди расходов перечисляются такие расходы, как выплаты специализированным организациям за консультационные, информационные, регистрационные услуги; вознаграждения, выплачиваемые организациям, при участии которых приобретены данные ценные бумаги. При этом налоговые органы полагают, что расходы по приобретению и реализации ценных бумаг для всех налогоплательщиков уменьшают налогооблагаемую базу только в момент реализации конкретных ценных бумаг. Проще говоря, если инвестор приобрел пакет долговых бумаг в одном налоговом периоде, а продал в другом налоговом периоде, то, несмотря на то, что у него в первом периоде данные расходы были проведены по бухгалтерскому учету, налоговые органы предлагают сделать корректировку налогооблагаемой базы первого периода и учитывать эти расходы в том периоде, когда ценные бумаги были реализованы.

Прибыль инвестора от продажи облигаций облагается налогом на прибыль в общем порядке. Налогообложение убытков от продажи облигаций зависит от того, имеет ли данная облигация рыночные котировки, обращается ли она на организованном рынке, и соответственно по какой цене она продается. Российский закон о налоге на прибыль предусматривает ограничения в отношении возможности уменьшения налогооблагаемой базы налогоплательщиков на сумму убытков от реализации ценных бумаг. Итак, первое ограничение - это деление доходов от операций с ценными бумагами на категории. В случае, если орга-

низация-инвестор получает убыток от операций с облигациями, обращающихся на организованном рынке, то она может уменьшить налогооблагаемую базу по налогу на прибыль только в пределах доходов от операций с облигациями, обращающимися на организованном рынке. Сумма убытка, превышающая сумму дохода, будет выплачиваться за счет чистой прибыли и не перейдет на будущие налоговые периоды. А убытки от продажи облигаций, не обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, в полной сумме уменьшают налогооблагаемую прибыль от реализации ценных бумаг данной категории. Второе ограничение в отношении операций с облигациями, обращающимися на организованном рынке, это ограничение в отношении превышения допустимых границ колебания рыночной цены (установлена ФКЦБ на уровне 19,5%)⁵⁷. Это значит: если организация-инвестор реализует облигации по цене ниже предельной границы рыночных колебаний (19,5%), то эта сумма убытка, превышающая предельную границу колебаний, также покрывается за счет чистой прибыли организации-инвестора. Однозначно, такой подход серьезно ограничивает возможность отнесения процентов по облигациям на уменьшение налогооблагаемой прибыли, и соответственно снижает привлекательность этого инструмента.

Помимо доходов от продажи облигаций во владении инвесторов обложению налогом на прибыль подлежат доходы, получаемые в форме процентов (купона). Эти доходы облагаются у источника выплаты по ставке 15% у предприятий и 18% у кредитных организаций, а у физических лиц - в размере подоходного налога (13%).

При рассмотрении вопроса о порядке налогообложения инвесторов налогом на пользователей автодорог (1% выручки от реализации продукции, работ, услуг) необходимо отметить, что налогооблагаемая база для разных категории налогоплательщиков различна. Для банков налогооблагаемой базой является доход в виде разницы между ценой реализации и ценой приобретения ценных бумаг. Для профессиональных участников рынка ценных бумаг налогооблагаемой базой является сумма доходов в виде разницы между выручкой от продажи ценных бумаг и их учетной стоимостью, а также расходами по продаже в виде комиссионных и вознаграждений. Банки и небанковские организации не уплачивают налог на пользователей автодорог с суммы доходов в виде процентов, т.к. данные доходы относятся к категории внереализационных доходов. Что же касается компаний, которые не имеют специальных лицензий, так называемых производственных предприятий, для них доходы от реализации ценных бумаг не включаются в налогооблагаемую базу для налога на пользователей автодорог, т.к. это не относится к их доходам от основной деятельности.

⁵⁷ Распоряжение ФКЦБ РФ №1087-р «Об утверждении порядка расчета рыночной цены эмиссионных ценных бумаг, допущенных к обращению на фондовой бирже или через организатора торговли, и установлении предельной границы колебаний рыночной цены» (16)

Получив общую картину российской системы налогообложения, для сравнения можно привести несколько выдержек из американского законодательства, устанавливающих налоговый режим по облигациям в США⁵⁸. В отличие от дивидендов по акциям выплаты облигационных процентов (без всяких ограничений) по законодательству США рассматриваются как расходы корпораций, банков, уменьшая величину налогооблагаемой базы эмитента. В результате каждый доллар, уплаченный в качестве процентов по облигациям, сокращает налогооблагаемый доход корпорации и тем самым уменьшает величину налогов корпорации с 35% ставкой подоходного налога на 35 центов.

У американских инвесторов дисконтный доход облигаций, являющихся изначально дисконтными, облагается федеральным налогом как обычный доход. Для купонных облигаций налогооблагаемым ежегодным доходом являются купонные выплаты. Более того, если при выпуске облигация была продана по номинальной цене, а затем приобретена инвестором на вторичном рынке со скидкой к номиналу, то инвестору приходится платить подоходный налог как на купонные выплаты, так и на дисконт. При этом часть дисконта (как ежегодный процентный доход от облигации) инвестор может уплатить в каждом отчетном периоде или он может ждать до погашения облигации и затем объявить дисконт как налогооблагаемый доход в виде процента.

Итак, ясно, что в США нет никаких особых налоговых поблажек для эмитентов и инвесторов, но по крайней мере четко сформулированы правила налогообложения, не оставляя пространства для махинаций и ущемления прав тех или иных участников рынка облигаций. К такой налоговой системе должны стремиться наши законодатели при реформировании методов государственного регулирования.

В заключение хотелось бы отметить, что данный материал не претендует на охват всех тонкостей налогообложения, которые могут возникнуть при более детальном рассмотрении конкретной ситуации, и может рассматриваться скорее в качестве краткого обзора вопросов налогообложения, возникающих при структурировании выпусков облигаций. Однако даже такой краткий анализ обнажил глубокие противоречия и двусмысленные ситуации, подтверждая необходимость внесения поправок в федеральные законы «О налоге на прибыль предприятий и организаций» и «О подоходном налоге», которые бы сделали инвестиции в корпоративные и банковские облигации более выгодными и прозрачными.

⁵⁸ Шарп У.и др. «Инвестиции», 1997г. (32)

2.3. Бухгалтерский учет операций с банковскими облигациями

После изучения налогообложения по банковским облигациям логично коснуться и основ отражения тех или иных операций с банковскими облигациями в бухгалтерской отчетности у эмитента и инвестора. В отличие от вопросов налогообложения, налогового учета эта сторона государственного регулирования в рамках организации учета в банках слабо освещена в литературе. Нет детального разбора отражения в учете всех возможных операций с негосударственными облигациями. Наверное, этот недостаток будет исчерпан в будущем при активизации деятельности банков по выпуску облигаций и торговле ими, а также в результате совершенствования действующих норм отчетности.

Итак, счета раздела 5 Плана бухгалтерского учета кредитных организаций подраздела «Выпущенные банками ценные бумаги» предназначены, в частности, для учета операций, связанных с выпуском, погашением банком собственных долговых бумаг (а именно, пассивные счета 520 «Выпущенные облигации»). На этих счетах бумаги отражаются по своей номинальной стоимости исходя из срока погашения. Так, по счетам второго порядка деление долговых обязательств банка по срокам происходит следующим образом: со сроком погашения до 30 дней (52001), от 31 до 90 дней (52002), от 91 до 180 дней (52003), от 181 дня до года (52004), свыше года до 3 лет (52005) и свыше 3 лет (52006)⁵⁹. Облигации с истекшим сроком обращения переносятся на счета по учету обязательств по выпущенным ценным бумагам к исполнению. Для этих целей имеется отдельный пассивный счет 524 «Обязательства по выпущенным ценным бумагам к исполнению», на котором закрепляются обязательства эмитента по выпущенным им долговым ценным бумагам, в т.ч. по выплате купонов по истечении купонного периода (52401 и 52402 соответственно). Перенос на данные счета обязательств по долговым бумагам осуществляется в конце последнего рабочего дня, предшествующего дате погашения бумаги либо дате очередной выплаты по процентам (купонам).

Все расходы по организации выпуска облигаций относятся кредитной организацией - эмитентом на балансовый счет 70209 "Другие расходы". Что касается выплат держателям облигаций, то купонные выплаты эмитентом отражаются в учете (счет 52402) не реже одного раза в месяц и не позднее последнего рабочего дня отчетного месяца. При этом в расчет принимается величина годовой процентной ставки и фактическое число календарных дней в году (365 или 366 дней). На счете 52407 «Обязательства по выплате процентов и купонов по окончании процентного (купонного) периода по обращающимся облигациям»

⁵⁹ Ширинская Э.Г. и др. «Бухгалтерский учет и операционная техника в банках», 2000г. (33)

учитываются суммы периодических выплат процентов (купона), если они осуществляются в течение срока обращения облигаций.

Назначение счетов 525 «Прочие счета по операциям с выпущенными ценными бумагами» состоит в отражении обязательств банка по процентам и купонам по выпущенным ценным бумагам (пассивный счет 52501) и предстоящих выплат по процентам, купонам и дисконтам (активный счет 5250 или 270204 «Расходы по операциям с ценными бумагами»).

В аналитическом учете эмитентом ведутся лицевые счета в разрезе государственных регистрационных номеров и выпусков облигаций.

Рассмотрим порядок отражения в учете операций банка-эмитента по выпущенным облигациям на конкретном примере (составлен автором):

Содержание операции	Сумма	Корреспонденция счетов	
		Д-т	К-т
1. Продажа банком-эмитентом купонной облигации со сроком погашения через 91 день	номинал облигации, т.е. фактическая цена ее продажи (100 ед.)	20202 (касса контрагента) 40702 (р/с контрагента) 30102 (к/с)	52003
2. Продажа банком-эмитентом дисконтной облигации (по цене ниже ее номинала) со сроком погашения через 91 день	а) фактическая цена продажи (90 ед.) б) сумма дисконта или разница между номинальной стоимостью и фактической ценой продажи (10 ед.)	а) 20202 (касса контрагента) 40702 (р/с контрагента) 30102 (к/с) б) 52502	52003
3. Начисление купона по выпущенной купонной облигации	купон по облигации (5 ед. за месяц)	52502 или 70204 («Расходы по операциям с ценными бумагами»)	52501
4. Списание начисленного купона	купон по облигации (5 ед. за месяц)	52501	52402 52407
5. Погашение купонной облигации при истечении ее срока	номинал облигации, т.е. фактическая це-	52401	20202 40702

обращения (91 день)	на ее продажи (100 ед.)		30102
6. Выкуп эмитентом облигации у владельцев до наступления срока ее погашения (для перепродажи или досрочного погашения)	а) фактический начисленный купон (5 ед. за месяц) б) фактическая цена приобретения облигации (90 ед.)	52003 (95 ед.)	а) 52502 б) 20202 40702 30102
Разница в размере 5 ед. будет отнесена на расходы банка в обычном порядке при перепродаже и последующем погашении данной облигации после истечения ее срока.			
7. Погашение дисконтной облигации	дисконт или разница между номинальной стоимостью реализации облигации и фактической ценой ее выкупа	70204	52401

Прежде всего, остановимся на методике учета инвестиций в банковские облигации кредитными организациями, т.к. именно они на сегодняшний день являются крупнейшими инвесторами на данном рынке. Торговые операции кредитной организации по банковским облигациям включают в себя операции по купле-продаже бумаг от имени клиента или по его поручению, а также за счет самой кредитной организации с целью дальнейшей их перепродажи. Торговые операции учитываются на активном счете 503 «Долговые обязательства банков» раздела 5 «Вложения в долговые обязательства» Плана счетов⁶⁰. Все вложения по этому счету в зависимости от цели приобретения облигаций делят на три категории:

- облигации, приобретенные по операциям РЕПО (50301) - у кредитной организации как покупателя облигации возникает обязательство по обратной последующей продаже бумаги через определенный срок по заранее фиксированной цене;

- облигации, приобретенные для перепродажи (50302) - бумаги помещены в торговый портфель кредитной организации с целью проведения с ними в дальнейшем операций купли-продажи;

⁶⁰ Ширинская Э.Г. и др. «Бухгалтерский учет и операционная техника в банках», 2000г. (33)

- облигации, приобретенные для инвестирования (50303) - бумаги приобретены с целью хранения их в инвестиционном портфеле кредитной организации вплоть до наступления срока их погашения.

Исходя из целей инвестора, по дебету соответствующих счетов проводится стоимость приобретенных кредитной организацией облигаций других банков, а по кредиту тех же счетов списывается балансовая стоимость проданных или погашенных бумаг. В аналитическом учете ведутся лицевые счета по видам и выпускам ценных бумаг, эмитентам, а по операциям РЕПО, кроме того, - в разрезе контрагентов и конкретных сделок РЕПО.

Особо заметим, что в отличие от государственных облигаций при переоценке банковских облигаций их балансовая стоимость не изменяется, а создаются резервы под возможное обесценение вложений в последний рабочий день каждого месяца. Назначение пассивного счета 50304 как раз в учете средств резервов, создаваемых в установленном ЦБР порядке, под возможное обесценение вложений в ценные бумаги в результате их переоценки. Если рыночная цена на последний рабочий день отчетного месяца окажется ниже балансовой стоимости бумаги, то банк обязан создать резерв под обесценение вложений в размере снижения средней рыночной цены относительно балансовой стоимости облигации. При этом сумма резерва не должна превышать 50% от ее балансовой стоимости. В аналитическом учете ведутся лицевые счета по резервам, создаваемым по каждому виду и выпуску ценных бумаг.

Расходы на создание резерва под обесценение котируемых бумаг в целях налогообложения уменьшают налогооблагаемую базу инвестора по налогу на прибыль. Не увеличивает налогооблагаемую базу и сумма восстановленного резерва под обесценение ценных бумаг.

Схема бухгалтерского учета торговых операций банков по облигациям выглядит следующим образом (составлена автором):

Содержание операции	Сумма	Корреспонденция счетов	
		Д-т	К-т
1. Приобретение облигации по операциям РЕПО, для перепродажи, для инвестирования	фактическая цена приобретения облигации	50301 50302 50303	20202, 40702, 30102 30401, 30402
2. Продажа или погашение ранее приобретенной облигации	балансовая стоимость облигации	20202, 40702, 30102 30401, 30402	50301 50302 50303

3. Положительная разница между стоимостью продажи (суммы погашения) и балансовой стоимостью облигации	----	20202, 40702, 30102	70102 («Доходы, полученные от операций с ценными бумагами»)
4. Отрицательная разница между стоимостью продажи (суммы погашения) и балансовой стоимостью облигации	----	70204	50301 50302 50303
5. Создание резерва под возможное обесценение вложений в ценные бумаги (облигации)	сумма превышения балансовой стоимости облигации над рыночной	70204	50304
6. Списание сумм резервов под обесценение при продаже облигаций, для которых ранее они были созданы или корректировка резервов в сторону их уменьшения, если на момент переоценки рыночная стоимость бумаг превысила балансовую	----	50304	70102

Теперь перейдем к рассмотрению учета инвестиций в облигации у других групп инвесторов (нефинансовых коммерческих организаций). В целом принципы учета по этим инвесторам аналогичны рассмотренным выше (основное отличие в номерах счетов). Здесь считаю целесообразным остановиться на специфике для инвестиций нефинансовых организаций в облигации, связанной с изменением учетной стоимости облигаций.

В соответствии с Положением по ведению бухгалтерского учета по долговым бумагам разрешается разницу между суммой фактических затрат на их приобретение и номинальной стоимостью в течение срока их обращения равномерно по мере начисления причитающегося

ся по ним дохода относить на финансовые результаты инвестора. Следовательно, данный механизм применим только к процентным (купонным) или дисконтно-процентным и не применим к чисто дисконтным облигациям. Однако, если организация использует право доведения ценных бумаг до номинала, это должно быть зафиксировано в ее учетной политике. Подробный порядок отражения соответствующих операций в бухгалтерском учете описан в указаниях к счетам учета финансовых вложений Инструкции по применению Плана счетов организаций, а мы рассмотрим для наглядности конкретный пример.

Допустим, организация приобрела на вторичном рынке долгосрочную купонную облигацию номинальной стоимостью 1000 рублей с тремя невыплаченными 20%-ми купонами по а) 0,91 номинальной стоимости и б) 1,09 номинальной стоимости. Учетной политикой организации предусмотрено доведение долговых бумаг, приобретенных по цене, отличающейся от их номинальной стоимости, до номинальной стоимости в течение срока обращения. В бухгалтерском учете это отразится следующими проводками⁶¹:

Содержание операции	Сумма, рублей	Корреспонденция счетов	
		Д-т	К-т
а) 1. Приобретение облигации	910	58(2)	60, 76
2. Начисление купонного дохода	200	60, 76	91(1)
3. Доначисление части стоимости облигации	$30=(1000-910):3$	58(2)	91(1)
3. Получение купонного дохода	200	51	60, 76
б) 1. Приобретение облигации	1090	58(2)	60, 76
2. Начисление купонного дохода	200	60, 76	91(1)
3. Списание части стоимости облигации	$30=(1000-910):3$	91(1)	58(2)
3. Получение купонного дохода	200	51	60,76

Таким образом, право доведения долговых бумаг до номинальной стоимости повышает точность информации в бухгалтерской отчетности и улучшает финансовые показатели деятельности инвестора за счет отражения нереализованной прибыли.

⁶¹ «Выпуск корпоративных облигаций – учет и налогообложение»//Бухгалтерский учет №12, 2000г. (42)

В завершении данной главы заметим, что были рассмотрены правовые и организационные вопросы эмиссии банковских облигаций. Отдельно кратко уделено внимание вопросам налогообложения и бухгалтерского учета, как эмитентов, так и инвесторов. В результате охвачен блок вопросов, касающихся деятельности эмитента и роли государственного регулятора на рынке банковских облигаций. И, как видно, пока госрегулирование не начнет обеспечивать условия для того, чтобы потенциальные эмитенты и инвесторы стали всерьез рассматривать рынок корпоративных и банковских бумаг как источник капитала, он будет оставаться неразвитым. В следующей главе будут описаны базовые элементы инфраструктуры рынка в лице андеррайтеров, рейтинговых агентств, создающих и поддерживающих условия для взаимодействия эмитентов, регулятора и инвесторов, т.е., по сути, обеспечивающих цивилизованный рынок банковских облигаций.

Глава 3: Инфраструктура рынка банковских облигаций

В целях предоставления эмитентам, инвесторам рынка негосударственных облигаций, в частности банковских облигаций, различных финансовых, консультационных, информационных услуг в соответствии с их потребностями сложилась определенная инфраструктура. Так, в ходе организации выпуска банк может прибегнуть к услугам андеррайтера, который за определенную плату проведет все рассмотренные ранее этапы эмиссии. В то же время точное соблюдение всех ранее рассмотренных этапов эмиссии облигаций и законодательных норм является лишь частью облигационного заимствования, эффективность которого во многом определяется способностью банка-эмитента создать ликвидный вторичный рынок своих облигаций, предварительно наладив взаимодействие со всей инфраструктурой этого рынка. Сильный вторичный рынок, безусловно, повышает интерес инвесторов к облигациям эмитента, стимулируя рост оборотов и приток капитала на рынок. Облигация - это не просто заем, но заем, имеющий вторичный рынок обращения. Ведь только на развитом вторичном рынке облигационный заем имеет все шансы реализовать все свои преимущества, заключающиеся в обращении эмитента непосредственно к широкому кругу инвесторов, минуя посредников. Однако, чтоб достичь высокого спроса и интереса к собственным облигациям, банк-эмитент прежде должен выбрать подходящую торговую площадку, выставить двухсторонние котировки в торговой системе, предоставить оферты на выкуп облигаций и т.д. Для выполнения этих функций эмитент может назначить маркет-мейкеров по своему выпуску (им может стать и андеррайтер), которые будут поддерживать ликвидность вторичного рынка путем выставления котировок по облигациям.

Таким образом, большая и важная часть работы приходится на профессиональное сообщество рынка, включающее в себя:

- профессиональные участники (финансовые консультанты; андеррайтеры; брокеры, дилеры или маркет-мейкеры; платежные агенты);
- рейтинговые агентства;
- информационные агентства (например, АК&М, РБК);
- специализированные средства массовой информации.

А в совокупности эти элементы инфраструктуры рынка банковских облигаций должны стать двигателем развития данного сегмента долгового рынка.

3.1. Андеррайтинг на рынке банковских облигаций. Опыт крупнейших российских банков по организации облигационных займов

Помимо эмитента можно выделить таких основных участников облигационного займа: финансовый консультант, андеррайтер, маркет-мейкер, брокер, платежный агент. В российской практике эти три функции обычно объединены в одном лице (что не очень хорошо с точки зрения рисков). Однако по международной практике финансовый консультант является организатором эмиссии и отвечает за подготовку документов, выбор андеррайтера. В свою очередь андеррайтер(ы) отвечает непосредственно за размещение выпущенных облигаций, осуществляя функции брокера, маркет-мейкера по выпуску. А платежный агент обслуживает выплату купонов и погашение облигаций⁶².

Само понятие андеррайтер в России имеет несколько иное значение, чем на Западе. В гражданском кодексе такое понятие, как «андеррайтер» отсутствует вовсе. Согласно Стандартам эмиссии ФКЦБ, андеррайтер - лицо, принявшее на себя обязанность разместить ценные бумаги на первичном рынке от имени эмитента или от своего имени, но за счет и по поручению эмитента. Андеррайтерами могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг (банки, инвестиционные компании), имеющие лицензии на осуществление брокерской деятельности. Другими словами, андеррайтер, согласно Стандартам, - это просто продавец облигаций, посредник между эмитентом и инвестором. В то же время ограничений на количество андеррайтеров, участвующих в размещении одного выпуска, не накладывается. Запрета на покупку облигаций андеррайтером при первичном размещении как от своего имени за свой счет, так и для своих клиентов тоже нет. На Западе же андеррайтер (пул андеррайтеров) выкупает «на себя» большую часть эмиссии (либо всю эмиссию), а потом перепродает облигации на свободном рынке. В России иногда используется подобная практика, но только по заведомо низколиквидным выпускам, с размещением которых на свободном рынке у андеррайтеров возникают сложности. Такой подход позволяет увеличить ликвидность выпуска, завоевать доверие широкого круга инвесторов, значительно снизить ставку привлечения, привлечь новых инвесторов, ранее не имевших лимитов на эмитента и т.д. С другой стороны, по мнению российских специалистов, при активном использовании выкупа «на себя» теряется сама суть выпуска облигаций - эмитенту проще взять кредит, причем у того же самого андеррайтера и не платить ему дополнительное комиссионное вознаграждение, налог на эмиссию и т.д.⁶³

⁶² Лялин С. «Инвестиционные банки на рынке корпоративных облигаций»/РЦБ №10, 2001г. (47)

⁶³ Материалы конференции «Корпоративные облигации в России», 14.03.2001г. (23)

Для правового закрепления отношений между эмитентом и андеррайтером заключается договор о размещении ценных бумаг (договор андеррайтера) и соглашение о выполнении функции андеррайтера с биржей. Эти договора в обязательном порядке должны содержать обязанности андеррайтера совершать при первичном размещении сделки по продаже облигаций от своего имени, но за счет и по поручению эмитента. Деньги от размещения андеррайтер переводит на эмиссионный счет эмитента в РЦ. Если при этом в качестве андеррайтера выступает банк, то снимается проблема платежного агента. Остальные функции андеррайтера могут быть прописаны, как в этом же договоре, так и в отдельном договоре на финансовое консультирование. К таким функциям можно отнести: разработка финансовой и юридической модели сделки; подготовка документации, проспекта эмиссии; помощь в государственной регистрации; помощь в заключении договоров с биржей, депозитарием, платежным агентом; поиск потенциальных покупателей и т.д.

Кроме того, если эмитент решает сотрудничать с несколькими андеррайтерами по одному выпуску для упрощения первичного размещения и создания неплохих предпосылок для развития вторичного рынка, то формируется пул андеррайтеров (эмиссионный синдикат) в соответствии с генеральным соглашением между всеми членами синдиката. Этим документом определяется степень участия и ответственность каждого андеррайтера. Этим же документом определяются отношения синдиката с эмитентом. В настоящее время в России нет стандартов по составлению подобных соглашений, все определяется потребностями и финансовыми возможностями эмитента. Формирование синдикатов андеррайтеров пока что не получило в России значительного распространения. В большинстве случаев в размещении принимают участие либо 1 андеррайтер, либо 2 андеррайтера (в США в среднем 10-20). Примеров, когда в размещении облигаций участвует более двух андеррайтеров, достаточно мало – так было размещено 4 выпуска (ММК – 2 выпуска, АЛРОСА – 1 выпуск, Газпром - 1 выпуск)⁶⁴. Может быть, когда на рынок пойдут займы на 4-5 млрд. рублей, число банков в синдикатах дойдет и до 10 в соответствии с общемировой практикой.

Что касается понятий генеральный агент, генеральный менеджер (lead manager), организатор выпуска - формально таких терминов вообще нет в нашем законодательстве. В России такие названия обычно присваиваются банку или инвестиционной компании в рамках пула андеррайтеров, который(ая) гарантирует эмитенту выкуп облигаций при первичном размещении (выкуп «на себя»). Причем, как правило, реально всю работу пула андеррайтеров по организации выпуска берет на себя именно этот банк или инвестиционная компания. Это обусловлено тем, что андеррайтеров у одного выпуска может быть сколько

⁶⁴ по данным www.cbonds.ru

угодно, но при размещении на бирже (ММВБ, СПВБ) собирать заявки и непосредственно взаимодействовать с инвестором должен только один.

Формирование и развитие рынка корпоративных и банковских облигаций создало прецедент активного первичного размещения негосударственных ценных бумаг. До того, как начал развиваться этот рынок, публичные размещения бумаг предприятий, банков были очень редки, носили единичный характер. Сегодня же параллельно с взрывным ростом новых выпусков корпоративных и банковских облигаций идет развитие в России инвестиционных банков. В настоящее время зарегистрированы более тысячи инвестиционных компаний и брокерских фирм, а подавляющее большинство эмитентов, размещающих свои облигации, прибегает к услугам андеррайтеров в их лице. Однако последний тезис не относится к банкам, которые сами являются профессиональными участниками финансового рынка и размещают свои облигации самостоятельно, осваивая искусство андеррайтинга.

Встает вопрос: как эмитенту выбрать андеррайтера для подготовки концепции и проспекта эмиссии, размещения новых выпусков и поддержания котировок ценных бумаг? Необходимое условие - наличие лицензии и членство на одной из бирж с оформлением всех договоров с ПРЦ, ДКК или НДЦ (если размещение через биржу). Но, поскольку основная часть инвестиционных институтов, имеющих соответствующие лицензии, специализируется не на аналитической работе в области фондового рынка, а на торговых операциях с ценными бумагами, при рассмотрении кандидатур эмитентам следует ориентироваться на клиентскую базу, квалификацию сотрудников компаний-претендентов, опыт первичных размещений и их успешность. Тем не менее, решающим при выборе андеррайтера всегда оказывается стоимость его услуг. Сегодня затраты эмитента на вознаграждение андеррайтерам составляют 1-2% от объема размещенной эмиссии и выплачиваются после размещения. Оплата финансового консультанта и платежного агента тоже, как правило, включена в эти проценты. Если андеррайтер помимо андеррайтинга предоставляет другие услуги, то такие услуги могут оплачиваться отдельно. В последнее время, как в связи с ростом конкуренции на этом рынке, так и в связи со снижением трудоемкости андеррайтинга, комиссионное вознаграждение постепенно падает (при первых эмиссиях составляло 3-4% от стоимости размещенного выпуска облигаций)⁶⁵.

К настоящему моменту уже сложился определенный круг организаций, занимающих лидирующие позиции в области услуг по размещению облигаций. К ним можно отнести ДИБ, Альфа-банк, «Русские Фонды», ГУТА-Банк, Банк "Зенит", Росбанк, ИК "Тройка-

⁶⁵ Храпченко Л. «Корпоративные облигации – текущая ситуация и перспективы развития»//РЦБ №4, 2001г. (61)

"Диалог", МДМ-Банк, Внешторгбанк, «Райффайзенбанк Австрия» и др.⁶⁶ Видно, что в подавляющем большинстве выпусков в роли андеррайтеров выступают крупнейшие московские банки (в т.ч. дочки иностранных банков) и компании, покупающие крупные лоты как в свой портфель, так и для своих клиентов. Региональные компании и банки размещают либо относительно небольшие займы регионального масштаба, либо выступают в связке с московскими компаниями (например, Банк «Менатеп Санкт-Петербург»), а по банковским облигациям они вообще не фигурируют.

Надо сказать, что в связи с универсальностью российских банков в области услуг по размещению облигаций имеет место достаточно острая конкуренция между банками и инвестиционными компаниями, при этом пока нельзя говорить об однозначном лидерстве банков или инвестиционных компаний. В общем объеме размещенных облигаций доля банков значительно больше, чем инвестиционных компаний. Хотя банки и опережают инвестиционные компании по объемам, по количеству выпусков лидируют инвестиционные компании. Можно говорить о тенденции к определенной сегментации рынка: когда более крупные займы организуют банки, а меньшие по размеру займы – инвестиционные компании. Однако пока эта тенденция выражена в достаточно неявной форме и может кардинально поменяться в связи с реформами банковского, фондового рынков.

Для сравнения приведем краткую характеристику андеррайтинга на рынке облигаций за рубежом. Во-первых, как уже было отмечено, новые выпуски здесь размещаются пулом андеррайтеров, включающих до нескольких сотен участников. В данном эмиссионном синдикате есть несколько уровней участников: генеральный менеджер, со-менеджеры, группа продаж. Во-вторых, общепринятой практикой является гарантированное размещение ценных бумаг, т.е. эмиссионный синдикат полностью выкупает ценные бумаги у эмитента, и дальше распространяет их среди конечных инвесторов. Во-вторых, вознаграждение андеррайтеров для крупных займов составляет обычно менее 1% от объема эмиссии. Наконец, инвестиционно-банковский бизнес здесь один из наиболее прибыльных и высоко монополизированных видов финансовой деятельности. Так, например, в США 87% всех размещенных облигаций прошло через 10 крупнейших инвестиционных банков, а четыре крупнейших (Merrill Lynch, Salomon Brothers, Goldman Sachs, JP Morgan) контролируют 52% размещений⁶⁷. По-видимому, со временем наш рынок также достигнет таких качественных и количественных уровней. Уже сейчас можно выделить ряд крупных игроков, чьи дейст-

⁶⁶ Приложение 12

⁶⁷ Лялин С. «Инвестиционные банки на рынке корпоративных облигаций»//РЦБ №10, 2001г. (47)

вия и опыт соответствуют мировым стандартам и являются стимулом к развитию всего рынка облигаций.

Опыт МДМ-Банка по облигационным займам

МДМ-банк в 2000г. первым среди банков выпустил собственные облигации, тем самым заложив краеугольный камень в становление и развитие рынка ликвидных банковских облигаций. Проанализировав ситуацию, эксперты банка еще в 1999 году пришли к выводу, что рынок негосударственных долговых обязательств имеет все шансы стать одним из самых перспективных и значимых сегментов российского фондового рынка в результате тенденций по снижению процентных ставок и объемов государственных заимствований. В перспективе рынок негосударственных облигаций видится им очень многообещающим. «При значительной массе рублей на рынке, которой нужен выход, выпуски корпоративных облигаций сейчас становятся таким выходом», - отмечает один из ведущих специалистов отдела ценных бумаг⁶⁸.

МДМ-Банк уже в 1999г. принял решение выйти на рынок со своими облигациями. Первый выпуск был очень коротким (170 млн. рублей на три месяца), а, следовательно, достаточно затратным, но это была плата за позиционирование МДМ-банка на рынке облигаций. Размещая первый выпуск, ставилась задача создать сегмент рынка, закрепиться на нем, завоевать доверие инвесторов для того, чтобы создать впоследствии источник достаточно дешевых ресурсов. Благодаря первому выпуску был создан рынок облигаций МДМ-Банка, т.е. проведена предварительная работа с клиентами, появилась открытая рыночная кредитная история. В результате, если первый выпуск был размещен с доходностью 24% годовых на три месяца, то второй выпуск был размещен под 20% годовых уже на год (см. таблицу ниже). Эта стратегия оказалась правильной и по этому пути впоследствии пошли другие банки (Внешторгбанк, Промсвязьбанк...), развивая и укрепляя рынок. Итак, сегодня МДМ-Банк обладает одной из самых широких дистрибьюторских сетей, состоящей из более 400 банков-корреспондентов, пенсионных фондов, страховых и инвестиционных компаний. Сформирован круг клиентов и партнеров Банка, ориентированных на работу на вторичном рынке с рублевыми облигациями как с основным инструментом инвестирования. Неудивительно, что в начале мая этого года председатель правления банка заявил о намерении выпустить к осени облигации на 1 млрд. рублей с доходностью 14-15% годовых.

Всего МДМ-Банком в 2000 г. было размещено 2 выпуска собственных облигаций:

⁶⁸ Сафронов Б. «МДМ-бонд»//Ведомости, 16.03.2000г. (55)

	Объем, млн. руб.	Характеристи- ка	Дата разме- щения	Доходность при разме- щении, % годовых	Срок, ме- сяцы
1	170	дисконтные документарные на предъявите- ля	6.04.2000г. (ММВБ)	24	3
2	297	дисконтные документарные на предъявите- ля с безотзывной офертой	2.11.2000г. (ММВБ)	20	12

Кроме того, МДМ-Банк не ограничился выпуском собственных облигаций, активно участвуя как андеррайтер, маркетмейкер, платежный агент и финансовый консультант в программах выпуска облигаций различных эмитентов небанковского сектора. В ближайших планах (май-июнь 2002 года) - размещение облигаций Нижнетагильского металлургического комбината, Башинформсвязи, Невинномысского азота. Это будут крупные рыночные выпуски, по которым банк планирует организовать полноценное вторичное обращение, сделав инструмент доступным для самых широких групп инвесторов. Банк планирует и дальше продолжать активную практику своего присутствия на рынке облигаций в качестве и эмитента собственных облигаций, и организатора выпуска облигаций своих клиентов и партнеров.

Опыт Внешторгбанка по облигационным займам

В мае 2000г. Внешторгбанк первым среди российских банков осуществил эмиссию собственных облигаций на 1 млрд. рублей (без учета КСФБ) с применением механизма оферты. Банк за два года работы создал ликвидный рынок длинных бумаг (в 2000г. на их долю пришлось около 60% числа всех сделок ММВБ, средневневной биржевой оборот превышал 10 млн. рублей)⁶⁹, осуществив активные PR-программы и успешное погашение

⁶⁹ Годовой отчет Внешторгбанка, 2000г.

оферт первого выпуска. К середине марта 2002г. осуществлен очередной выпуск двухлетних облигаций объемом 1 млрд. рублей на 2 года. Облигации дисконтные с полугодовой офертой, все выплаты по которым корректируются в зависимости от изменения курса рубля к доллару за прошедший шестимесячный период (около 5,5% годовых в долларах США). В планах новые выпуски облигаций со сроком обращения более двух лет, организация ликвидного рынка облигаций разной срочности погашения для увеличения объема финансирования своих кредитных операций.

Опыт ГУТА-Банка по облигационным займам

На сегодняшний день всего банком подготовлено 5 выпусков на общую сумму 2,4 млрд. рублей, еще один выпуск находится на стадии подготовки, после чего совокупный объем размещенных выпусков будет свыше 3 млрд. рублей. Все выпуски размещались на ММВБ, в документарном виде с обязательным хранением глобального сертификата в НДЦ. Во всех выпусках ГУТА-Банк играл роль организатора, андеррайтера, платежного агента. В результате сложились хорошие партнерские отношения с ведущими банками, инвесторами, накоплен значительный опыт по проведению всего комплекса мероприятий по размещению и сопровождению выпуска облигаций на бирже.

Особо выделяется в работе банка на рынке выпуск облигаций МГТС, где использовались ряд новшеств, признанных впоследствии и другими участниками рынка. Облигационный выпуск ОАО МГТС состоялся в октябре 2000 года общим объемом в 600 млн. рублей на три года⁷⁰. Андеррайтером (продавцом) облигаций выступал ГУТА-Банк, действуя от своего имени, но по поручению эмитента. Основные параметры выпуска: купонные документарные облигации на предъявителя с централизованным хранением, предусмотрен механизм пут-опциона (безотзывной публичной оферты). В рамках выпуска выделены два транша – 360 и 240 млн. рублей соответственно. Оба транша были размещены в течение одного рабочего дня каждый. Это был знаковый выпуск в том смысле, что удалось достичь привлечения трехлетних средств без валютной оговорки от широкого круга инвесторов на рыночных условиях. Первый купон определялся путем проведения аукциона на ММВБ в первый день размещения транша. Ставки последующих купонов менялись пропорционально изменению доходности корзины ОФЗ.

Перспективы данного рынка оцениваются специалистами банка очень высоко. При этом важнейшим приоритетом своей работы они считают внедрение новых облигационных схем, позволяющих расширить круг инвесторов. В настоящее время ГУТА-банк является

⁷⁰ по данным www.cbonds.ru

андеррайтером и платежным агентом облигаций кондитерской фабрики "Рот-Фронт" (300 млн. рублей на 3 года, полугодовой купон и оферта).

3.2. Роль международных и национальных рейтинговых агентств на рынке банковских облигаций

Организация полноценного вторичного рынка корпоративных, банковских облигаций в России требует, прежде всего, присутствия на рынке значительного объема рыночных облигаций «первоклассных» эмитентов (аналогично рынку акций «голубых фишек»). Необходима определенная критическая масса высоколиквидных инструментов, которые потянут за собой весь рынок негосударственных долговых обязательств, позволят этому рынку полнокровно функционировать, привлекая широкие группы инвесторов. По мере развития встанет вопрос с градацией эмитентов, т.е. по аналогии с рынком акций нужно здесь выделить и «голубые фишки», и облигации второго «эшелона». В этом процессе главную роль должны сыграть рейтинговые агентства, консалтинговые фирмы, которые по своей сути приносят определенную культуру в отношения «эмитент - андеррайтер (посредник) - инвестор».

Так, в международной практике рейтинги являются необходимым элементом процедуры публичного размещения ценных бумаг, включая корпоративных, банковских облигаций, а рейтинговые агентства - неотъемлемой частью инфраструктуры рынка. Сейчас ряд корпораций, среди которых самыми крупными являются Standart&Poor's (S&P) и Moody's Investors, представляют рейтинги кредитоспособности тысяч облигаций. В сущности такие рейтинги (bond ratings) являются показателями вероятности банкротства эмитента, отражая текущую оценку кредитоспособности должника по отношению к конкретной облигации (риск - доходность). Свыше 2000 долговых эмитентов предоставляют финансовые данные этим двум рейтинговым агентствам⁷¹. Ни для каких практических целей ни одна облигация на международных рынках не может рассматриваться как относящаяся к инвестиционному классу без согласия S&P и Moody's. Кроме того, относительно небольшой рынок существует для третьего мнения - FitchIBCA, Duff & Phelps и McCarthy. Их рейтинги редко значительно отличаются от лидеров, в некоторых ситуациях инвесторы и эмитенты удовлетворяются подтверждением оценок крупных фирм или надеются на то, что более мелкие рейтинговые агентства могут открыть какие-либо аспекты финансовых условий выпуска долговых обязательств, скрытые от S&P и Moody's. Так, на банковских рейтингах традиционно

⁷¹ Шарп У. и др. «Инвестиции», 1997г. (32)

специализируется агентство FitchIBCA. Недавно оно присвоило рейтинг В- выпускам облигаций НОМОС-Банка, Пробизнесбанка, а облигациям Промсвязьбанка – ССС+.

Международные кредитные рейтинги S&P и Moody's присваиваются по единой шкале и основываются на текущей информации, предоставляемой эмитентом (публичной информации, РІ-рейтинг) или получаемой рейтинговым агентством из других источников (непубличной информации), считающихся надежными. При этом рейтинговые агентства не гарантируют достоверность используемой информации при фундаментальном анализе и могут в случае необходимости полагаться на непроверенные данные. Такие рейтинги не являются рекомендацией для покупки, продажи или владения ценными бумагами, так же как они не дают комментариев по поводу рыночной цены или целесообразности владения для конкретного инвестора, а лишь представляют мнение рейтингового агентства о способности эмитента погашать свои обязательства. В целом эти оценки основываются на рассмотрении следующих характеристик:

- страновые риски, связанные с общей ситуацией в стране эмитента облигаций;
- отраслевые риски, связанные со стратегической значимостью отрасли для экономики страны, режимом государственного регулирования, конъюнктурой рынка, особенностями ведения бизнеса эмитента в данной отрасли и т.д.;
- риски конкретного заемщика, связанные с его организационной структурой, стратегией, системой управления, операционной деятельностью, уровнем информационной прозрачности, диверсификацией активов и т.д.;
- риски конкретного обязательства и прочих обязательств эмитента, в т.ч.
 - вероятность неплатежа или готовность должника как к выплатам текущих процентов в срок, так и возврат основной суммы в соответствии с условиями облигации;
 - природа и обеспечение обязательств;
 - гарантия исполнения обязательств;
 - положение владельца облигации среди других кредиторов.

Для классификации облигаций по указанным критериям используются две категории бумаг: инвестиционного уровня и спекулятивного уровня. Обычно облигации инвестиционного уровня (высококачественные) - это облигации, отнесенные к одному из четырех высших разрядов рейтинга (от AAA до BBB или от Aaa до Baa у Moody's). А спекулятивные (второсортные) облигации - это облигации, которые по рейтингу отнесены к одному из нижних разрядов (BB и ниже или Ba и ниже у Moody's). Таким образом, облигации разряда AAA имеют наибольшую вероятность выплат процентов и возвращению номинала (высококачественные облигации). По ним имеют место более низкое отношение долга к общей

сумме активов, меньшие колебания доходов за прошедшее время, большой объем активов, высокая эффективность операций и отсутствие зависимости от других заимодавцев. Долговые обязательства разряда AA также характеризуются высокой вероятностью выплат процентов и возврата номинала и лишь немного отличаются от высшего разряда (высокого качества по всем параметрам). Соответственно разряд A означает достаточно сильные потенциальные характеристики по выплате процентов и возврату основного долга, хотя несколько большее, чем по облигациям более высоких разрядов, зависимость от неблагоприятного влияния изменения обстоятельств и экономических условий. Факторы, дающие гарантии выплаты основной суммы и процентов, считаются достаточными, но некоторые детали могут свидетельствовать о возможности ухудшения ситуации в будущем.

Долговые обязательства разряда BBB считаются обладающими адекватными возможностями выплаты процентов и номинальной стоимости (среднего качества). В нормальных условиях они являются достаточно защищенными, однако неблагоприятные экономические условия могут с большей, чем для высших категорий вероятностью привести к ослаблению характеристик по выплатам инвесторам. В силу сопряженного с такими выпусками кредитного риска (риска невыполнения обязательств) по ним эмитент выплачивает премию за риск (бумаги с высокой доходностью). Разряды ниже считаются спекулятивными (необеспеченные, мусорные облигации или junk bonds) исходя из возможности выплаты процентов и возвращения основного долга, неся огромную неопределенность и большой риск подверженности неблагоприятным условиям. D обозначает невозможность выполнения платежных обязательств (дефолт)⁷².

Важные положительные или отрицательные новости об эмитентах могут заставить рейтинговые агентства немедленно переделать их облигационные рейтинги. Однако нередко финансовое состояние долгового эмитента меняется медленно, без адекватного признания рынком и рейтинговыми агентствами. Тем не менее, бесспорно то, что кредитные рейтинги необходимы и важны как для инвесторов, так и для эмитентов. Инвесторам рейтинги как простые системы градаций инвестиционных качеств облигаций нужны для упрощения и удешевления процедуры анализа бумаг. В США крупные институциональные инвесторы даже сами обращаются в рейтинговые агентства для установления кредитного рейтинга конкретного эмитента, в облигации которого они планируют вкладывать средства. Конечно, пока на российском рынке количество долговых инструментов рыночного типа невелико и инвестор может позволить себе самостоятельно проводить анализ, но по мере увеличе-

⁷² по данным www.ratings.com

ния займов это может стать непозволительной роскошью. Надо учесть, что рейтинг основывается не только на публичной информации и поэтому может дать дополнительные сведения даже тем инвесторам, которые самостоятельно отслеживают бумаги. Кроме того, рейтинг дает возможность сравнения совершенно разных бумаг различных эмитентов. Рейтинг приводит оценку риска долговых обязательств к единому базису, так как по одной и той же шкале оцениваются обязательства всех компаний, финансовых институтов. В то же время важно отметить, что каждый инвестор формирует свою стратегию самостоятельно в зависимости от уровня риска, который он готов на себя принять. Рейтинг не делит эмитентов на плохих и хороших, т.к. кредитоспособность – не единственная важная характеристика эмитента, а кредитный рейтинг – это лишь компетентное мнение специалистов, которое целесообразно принять во внимание при собственном анализе эмитентов и их долговых бумаг.

Эмитенту же рейтинг полезен, прежде всего, тем, что он позволяет обратиться к широкому кругу инвесторов. А еще зарубежная практика показывает, что рейтинг позволяет эмитенту в дальнейшем снизить затраты на финансирование, т.к. воспринимаемый инвестором риск при наличии высокого рейтинга в течение длительного времени снижается. Чем выше рейтинг, тем надежнее облигации и тем меньшую доходность эмитент в состоянии предложить инвесторам. Компании, банки, если уж они стремятся размещать какие-то публичные инструменты, должны каким-то образом продумать вопросы информационной открытости, раскрытия информации о себе. Международная практика показывает, что страны с развитым фондовым рынком характеризуются очень развитой системой раскрытия информации об эмитентах. Другая важная функция кредитного рейтинга для эмитента – это консалтинговая функция. На Западе эмитент заключает с рейтинговым агентством договор, но, если присвоенный рейтинг её не устраивает, она может отказаться его публиковать (публикуются только те рейтинги, по которым имеется согласие эмитента). Тем не менее, эмитент может использовать конфиденциальный рейтинг для себя, чтобы понять, в какую сторону двигаться на пути повышения качества собственных бумаг. Рано или поздно и российский рынок к этому придет.

В США регулируемым финансовым структурам (банки, сберегательные и ссудные кассы, страховые компании) как инвесторам запрещено приобретение облигаций, которые не входят в категорию инвестиционных. Разница в доходах по инвестиционным и спекулятивным облигациям здесь примерно пропорциональна разнице рисков невыполнения платежных обязательств. Для всех американских эмитентов получение облигацией рейтинга инвестиционного уровня является необходимым условием достижения успеха на внутрен-

нем рынке облигаций. Без такого рейтинга эмитенты вынуждены искать более дорогие источники финансирования: займы в банках или выпуск облигаций с очень высокой процентной ставкой (junk-market). Однажды достигнув инвестиционного уровня облигаций, эмитенты долговых обязательств прилагают все усилия, чтобы сохранить его или даже повысить, т.к. выгода от повышения рейтинга (и соответственно убытки от понижения) может быть очень значительной.

В России получение кредитного рейтинга эмитентами облигаций правилом пока не является, но с ростом публичных заимствований ситуация изменится, т.к. постепенно инвесторы станут более разборчивыми, гоняясь не только за сиюминутной высокой доходностью. Уже сегодня, по оценке аналитиков ДИБа, сложился "первый эшелон" наиболее надежных эмитентов, таких, как ТНК, Внешторгбанк, "Газпром", "Славнефть", CSFB, МДМ-Банк, "Рабо-инвест", чьи бумаги торгуются с минимальной премией по доходности к государственным бумагам, и "второй эшелон", включающий всех остальных⁷³.

Между тем международный рейтинг, который позволяет сопоставить кредитоспособность эмитентов по глобальной шкале, не дает достаточно тонкой дифференциации между российскими эмитентами облигаций. Международные рейтинги российских эмитентов слабо дифференцированы, т.е. инвестор не чувствует разницы между теми эмитентами, которые имеют близкие оценки. К тому же в настоящее время низкий кредитный (суверенный) рейтинг России ограничивает возможность использования международных рейтингов для всех российских эмитентов. Получается так, что российские эмитенты попадают в спекулятивную категорию заемщиков, рейтингов инвестиционного класса вообще нет. Сейчас ситуация несколько улучшилась после некоторого повышения кредитного рейтинга России (до ВВ стабильный)⁷⁴. Если сразу после кризиса интерес к рейтингам был у нас практически нулевой, то сейчас наблюдается все больший интерес к всевозможным рейтингам со стороны эмитентов и инвесторов. Сейчас в России действуют 8 компаний, оказывающих услуги рейтингования (EA-Ratings, Эксперт РА и др.). В первую очередь это связано с общей ситуацией в экономике страны, с развитием цивилизованных форм финансовых рынков, а также существенно низкой стоимостью услуг для эмитентов по сравнению с расценками глобальных рейтинговых агентств.

Так, крупнейшее российское рейтинговое агентство EA-Ratings в стратегическом партнерстве с Standart&Poog's разработало и опубликовало в 2001г. первый национальный (внутренний) кредитный рейтинг эмитентов облигаций. По сравнению с международным

⁷³ Материалы конференции «Российский рынок корпоративного долга», 08.02.2002г. (22)

рейтингом внутренний рейтинг дает возможность более тонкой дифференциации эмитентов по степени кредитоспособности. EA-Ratings присваивает внутренние кредитные рейтинги российским эмитентам (компании, финансовые институты, регионы и муниципальные образования) по национальной шкале, которая отличается от международной следующими моментами: адаптированность критериев оценки к российским условиям, более детальная дифференциация шкалы, отсутствие учета суверенного риска. Иными словами, внутренний кредитный рейтинг - это мнение о способности и желании заемщика погашать финансовые долговые обязательства со ссылкой на финансовую ситуацию в России. Так же, как и зарубежные партнеры, EA-Ratings на основе публичных критериев выделяет малорисковую и высокорисковую группу заемщиков. Рейтинг определяется в ходе обсуждения на рейтинговом комитете, т. е. нет такой процедуры, которая позволила бы автоматически вычислить рейтинг. Специалисты, участвующие в рейтинговом комитете, оценивают бизнес-риски, финансовые риски и приходят к соглашению, каков суммарный риск по этому эмитенту. Далее публикуется пресс-релиз, который объясняет, почему присвоен именно такой рейтинг, а не другой. С самим рейтинговым листом можно ознакомиться на сайте EA-Ratings и в бюллетене «Кредит Russia»⁷⁵.

Кроме того, свой рейтинг надежности крупнейших эмитентов долговых инструментов предложила Система комплексного раскрытия информации (СКРИН.ру), недавно купленная биржей РТС⁷⁶. У Эксперт-РА также имеются разработки в данном направлении.

При присвоении кредитного рейтинга российские рейтинговые агентства чаще всего сталкиваются с проблемой информационной непрозрачности российских компаний, банков (по степени открытости участников рынка ценных бумаг Россия на 93 месте в мире, Milken Institute). Это одна из важнейших причин, по которой трудно в российских условиях составлять полноценные, общепризнанные рейтинги на основе публичной информации. Реально эмитенты не раскрывают информации, которая действительно нужна инвестору для оценки его кредитоспособности. Несмотря на то, что процедура регистрации проспекта эмиссии чрезвычайно сложна и запутана, а сам проспект эмиссии для крупной компании может представлять собой документ внушительной толщины, информации, которая действительно инвестору нужна, в проспекте очень мало. Причина в том, что при составлении этого проспекта эмиссии ориентация идет, прежде всего, на формальные признаки, в то же время фундаментальные факторы, которые действительно нужны были бы инвестору, в

⁷⁴ Аналитический обзор ИК «Тройка Диалог», 18.12.2001г.

⁷⁵ по данным www.ea-ratings.ru

⁷⁶ Приложение 13

перспектах эмиссии зачастую не раскрываются, этот риск сейчас несет на себе инвестор. А цена информационной непрозрачности для эмитента в данном случае заключается в том, что воспринимаемая инвесторами кредитоспособность гораздо ниже реальной кредитоспособности компании, банка. В выигрыше всегда оказываются те эмитенты, которые стремятся каким-то образом выйти на международный фондовый рынок, разместить публичные инструменты, составить отчетность по международным стандартам, что лучше не только для зарубежного, но и для отечественного инвестора, потому что международная отчетность ориентирована не столько на формальные признаки, сколько на экономическую сущность финансово-хозяйственных операций эмитента. В этом деле более успешными оказались банки-эмитенты облигаций, в большинстве своем имеющие опыт работы на международных рынках и перешедшие на международные стандарты отчетности⁷⁷.

Итак, в целях эффективной работы на рынке облигаций, в т.ч. банковских, эмитент должен тщательно заботиться о качестве своего выпуска, т.е. кредитоспособности данных облигаций. Инвесторы же в лице банков, страховых компаний и т.д. должны следить и даже предвидеть изменения кредитного рейтинга, существенно влияющих на доходность облигаций. Однако успешность облигационных выпусков российских банков пока слабо коррелируют с существующими рейтингами, основной упор при работе на рынке банковских облигаций все-таки делается на прямое взаимодействие с инвесторами, в т.ч. их информирование. Поэтому целесообразным можно считать рассмотрение в следующем пункте данной главы основных принципов организации непосредственного общения эмитента с инвесторами (*investor relations*), включая полезные и опробованные рекомендации.

3.3. Организация банком-эмитентом взаимоотношений с инвесторами (IR)

Понятно стремление эмитентов, особенно новых, разместить много, дешево и желательно сразу. Понятно и желание андеррайтеров максимально застолбить свое присутствие на рынке, идя навстречу таким требованиям в ущерб интересам клиентов-инвесторов. Однако серьезные, профессиональные представители банковской системы и инфраструктуры долгового рынка не могут иметь такие ориентиры, если они собираются продолжительно и

⁷⁷ Аналитический раздел социологического исследования «Российский рынок банковских облигаций в оценках экспертов»

эффективно работать на данном рынке. Недоверие, настороженность инвесторов, обман и нарушение их прав сужает потенциальную емкость рынка и снижает темпы его роста.

В связи с этим актуальным остается вопрос инвестиционной привлекательности долговых бумаг российских банков. Инвестор всегда принимает решение об инвестировании на основе оценки доступной ему информации об эмитенте. Поэтому раскрывать информацию о себе эмитенту необходимо как в связи с государственным регулированием (требования по раскрытию информации), так и усилением конкуренции на рынке (борьба за капитал, инвесторов), возросшим требованием рынка по прозрачности эмитентов (улучшение бизнес-профиля эмитента). Как уже неоднократно было замечено, в соответствии с законодательством в ходе выпуска облигаций банк раскрывает следующую информацию: решение Совета директоров о размещении облигаций, решение о выпуске и проспект эмиссии, объявление о регистрации выпуска и порядок ознакомления с регистрационными документами, отчет об итогах выпуска, ежеквартальные отчеты эмитента, а также сведения о наиболее существенных фактах, затрагивающих его финансово-хозяйственную деятельность. Помимо этого ожесточился контроль ФКЦБ за профессиональными участниками рынка ценных бумаг, подготовлены и приняты нормативные акты, направленные на защиту интересов и повышение информационной открытости эмитентов.

Так, определен порядок выплаты компенсаций и предоставления иных форм компенсаций и возмещения ущерба инвесторам, причиненных действиями эмитентов и профессиональных участников рынка облигаций⁷⁸:

- запрет эмитентам, не раскрывающим информацию о себе и выпущенных ими ценных бумагах, проводить рекламу и предлагать неограниченному кругу лиц новые выпуски облигаций;
- запрет на установление в договорах с инвесторами условий, ограничивающих их законные права;
- ограничения на совершение сделок на вторичном рынке владельцами облигаций до их полной оплаты и регистрации отчета о выпуске;
- установлен перечень информации и документов, обязательных для предоставления инвестору по его требованию;
- определен размер штрафа на должностных лиц (до 200 МРОТ) или организации - нарушителей данного закона (до 10000 МРОТ).

⁷⁸ ФЗ №49 «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 12.02.1999г. (3)

Тем не менее, конкуренция на рынке не позволяет ограничиться этой достаточно формальной информацией и декларативными мерами, решающим на практике оказывается способность эмитента наладить прямые контакты с инвесторами. Следовательно, очень важна информационная связь эмитента с потенциальными инвесторами или система Investor Relations (связи с инвесторами).

Investor Relations - это комплекс мероприятий по эффективному взаимодействию с инвесторами, проводимых эмитентом на этапе первичного предложения и вторичного обращения облигаций и направленных на создание, поддержание положительного имиджа, имиджа «открытости» эмитента среди финансового сообщества с целью повышения внимания инвесторов к ценным бумагам эмитента⁷⁹. IR- мероприятия включают:

- исследование восприятия эмитента на финансовом рынке - моделирование оценки эмитента со стороны инвесторов специалистами банка по долговому рынку; анализ эмитентов-конкурентов; рейтинговая оценка кредитоспособности со стороны независимого рейтингового агентства;

- регулярные встречи с представителями финансового сообщества для реализации долговых программ - организация брифингов по наиболее важным событиям; разработка программ работы со СМИ; участие в тематических конференциях, организация теле- и интернет-конференций;

- организация двустороннего коммуникационного канала с инвесторами - выбор официального представителя эмитента; разработка пакета документов для инвесторов и СМИ; роуд-шоу (встречи с наиболее значимыми участниками рынка). Здесь важно продемонстрировать финансовый потенциал эмитента, предоставляя инвестору всю необходимую информацию для оценки рентабельности своей деятельности, квалификации менеджмента, соответствия риска вложений потенциалу прибыльности. При этом эмитенту не надо избегать демонстрации инвесторам своих слабых сторон, но главное, чтоб вместе с этим предоставлялся план менеджмента по устранению этих недостатков.

Несколько полезных советов эмитентам для работы на рынке банковских облигаций от экспертов (Parx Bank):

1. Найдите баланс между ценой и качеством во всех своих действиях на рынке.
2. Убедитесь, что Ваш консультант, андеррайтер хорошо мотивирован.
3. Развивайте отношения с генеральным менеджером (андеррайтером) выпуска.

⁷⁹ Capitallogica Business communication

4. Тратьте время на инвесторов и влиятельных людей в тех компаниях, которые могут положительно повлиять на размещение и обращение Ваших облигаций.
5. Подготовьте благоприятную PR среду.
6. Разработайте краткие маркетинговые материалы.
7. Откажитесь от восхваления себя и сконцентрируйтесь на ценности Ваших бумаг для инвесторов.
8. Всегда опирайтесь на бизнес-план, что создаст у инвестора уверенность в Вашем будущем.

Вывод: экономить деньги и добиваться наилучших результатов. Математически эту задачу эмитента можно представить в виде имитационной модели, поскольку метод ее решения заключается в подборе из различных вариантов управления выпуском ценных бумаг наиболее эффективного. Допустимые варианты подставляются в целевую функцию и сравниваются между собой с точки зрения максимизации прибыли банка-эмитента. Из этих соображений модель выпуска облигаций банком будет выглядеть так⁸⁰:

$$\begin{aligned}
 f(a,b) &\rightarrow \max \\
 f1(a,b) &\leq k1 \\
 f2(a,b) &\leq k2 \\
 f3(a,b) &\leq k3
 \end{aligned}$$

где a - набор параметров выпусков облигаций банком

b - объем выпуска облигаций банком

f - функция прибыли банка

f1- функция, характеризующая выполнение банком обязательств перед держателями облигаций

f2- функция, характеризующая выполнение банком нормативов ЦБР

f3- функция, характеризующая соответствие выпусков облигаций интересам банка и интересам инвесторов

Другими словами, банку необходимо соблюдать баланс между привлечением средств, проведением активных операций для получения дохода и возникающими при этом обязательствами (доход от размещения \geq объем обязательств). Следует заметить, что зависимость прибыли от привлечения и размещения средств (функция f) в реальной жизни является неопределенной. Практически любое размещение средств рискованно для эмитента, и знать заранее будущую прибыль невозможно.

⁸⁰ Синки Дж. «Управление финансами в коммерческих банках», 1993г. (29)

При использовании такого подхода получается, что российская банковская система в основном привлекает ресурсы отдельных групп инвесторов (т.е. является нетто-заемщиком) и с помощью этих средств кредитует реальный сектор. Однако сами предприятия реального сектора остались нетто-заемщиками по отношению к банковской системе. Их доля в общем объеме размещенных в банках средств к январю 2002г. вернулась к докризисному уровню в 45—50% (в 1999г. составляла 60%). Государство также не изменило своего статуса и остается нетто-заемщиком по отношению к банковской системе. При этом, несмотря на значительный отток средств физических лиц из банков, население по-прежнему остается главным нетто-кредитором банковской системы (его доля в привлеченных ресурсах — 47-50%)⁸¹. Сбережения домашних хозяйств составляют основу финансовых ресурсов банковской системы в странах с любым типом экономики. Население России, несмотря на потери сбережений в результате высокой инфляции и банковского кризиса, 70—80% общего прироста всех сбережений направляет на покупку иностранной валюты, остальная часть распределяет между депозитными вкладами, ценными бумагами и наличными рублями. За последние пять лет структура рублевых сбережений оставалась достаточно стабильной: наличные рубли составляли 32—37% сбережений и характеризовали не столько накопления, сколько (принимая во внимание высокий уровень инфляции, социально-политическую нестабильность и высокую степень недоверия к российским финансовым институтам) предпочтение ликвидности и транзакционный спрос. Доля сбережений населения в ценных бумагах последовательно возрастает одновременно с сокращением доли депозитных вкладов (до 16% всех сбережений)⁸². Подобные структурные изменения выглядят вполне закономерно: наиболее активные частные инвесторы пытаются получить более высокую доходность по своим средствам и предпочитают инвестировать не в депозиты, а в ценные бумаги — акции предприятий, векселя, негосударственные облигации.

Вместе с тем структура финансовых потоков, перераспределяемых через российскую банковскую систему, имеет некоторую специфику:

- небольшой объем финансовых средств (как рублевых, так и валютных) перераспределяется через банковскую систему;
- девальвация рубля и инфляция привели к увеличению средств, инструментов, предоставляемых банками в иностранной валюте, и одновременно к сокращению средств, предоставляемых в рублях;

⁸¹ Роуз П. «Банковский менеджмент», 1996г. (25)

⁸² по данным www.rbc.ru

- «короткие» пассивы, недостаточные размеры собственного капитала банковского сектора не могут в нужных объемах обеспечить долгосрочное кредитование предприятий банками;

- минимальные средства привлекаются от нерезидентов.

Однако к 2002 году российская банковская система, полностью восстановившись после кризиса, сделала акцент в привлечении средств в пользу рублевых активов и пассивов (немалую часть которых составляют рублевые облигации банков). В дальнейшем сбережения населения будут играть существенную роль для банковской системы России. Возможности же роста вложений в долговой инструмент банковской системы России будут определяться следующими факторами:

- реальными доходами населения;
- структурой сбережений населения;
- предпочтением ликвидности;
- доходностью финансового инструмента;
- доверием к финансовому институту, вероятностью дефолта.

В то же время на сегодняшний день с точки зрения инвесторов корпоративные и банковские облигации как объекты размещения активов обеспечивают ряд неоспоримых преимуществ, в т.ч. высокую оперативность управления инвестиционным портфелем за счет возможности реализации бумаг на вторичном рынке; участие в финансировании первоклассных заемщиков независимо от размера капитала инвестора; улучшение качества инвестиционного портфеля за счет эффективной диверсификации. Однако невысокая в среднем квалификация населения в области частного инвестирования (низкая инвестиционная культура) могут свести данные преимущества на нет. В связи с этим в следующей главе отдельно заострим внимание на методах анализа облигаций и стратегиях инвестирования.

Глава 4: Инвестиционные стратегии на рынке банковских облигаций. Проблемы и будущее российского рынка банковских облигаций

4.1. Международная практика анализа и управления пакетами банковских облигаций. Стратегии инвестирования в банковские облигации

Понимая важность внедрения нового финансового инструмента на отечественном рынке, следует остановиться на необходимости длительного процесса подготовки к широкому выпуску российских банковских облигаций. Готовиться к этому должны не только банки-эмитенты, инвестиционные институты и органы финансового контроля, но и сами инвесторы. Конечно, можно безоговорочно верить способностям своего аналитика и отдать свой портфель ему на управление, не задумываясь об оценке эмитентов, облигаций и ситуации на рынке. Однако на практике такой подход себя не оправдывает, т.к. все часто аналитики рекомендуют покупать те корпоративные, банковские облигации, которые размещают их же банки, нарушая "китайскую стену" между инвестиционным и аналитическим операциями. Налицо конфликт интересов: аналитикам и на Уолл-стрит, и в России платят огромные бонусы, зависящие от общего объема инвестиционных операций. Предвзятая реклама "своих" бумаг аналитиками банков - широко распространенная практика. Райффайзенбанк, например, в своих обзорах часто советует инвесторам "обратить внимание на облигации ТНК", являясь их андеррайтером. Не менее примечательна скандальная история с размещением облигаций компании "Северная нефть" на 850 млн. рублей. "ЛУКОЙЛ", воюющий с "Севнефтью" (его доля в этой компании была размыта с 50% до 5% акций), выступил с беспрецедентным заявлением, призвав инвесторов не покупать ее бумаги. Аналитики близкой к "ЛУКОЙЛу" инвестиционной группы "НИКойл" тоже ругали эти облигации, говоря, что при таком уровне риска доходность могла бы быть и повыше. Зато аналитики организатора выпуска (ДИБ), в своих обзорах рекомендовали "аккумулировать средства для участия в аукционе "Северной нефти". В конечном итоге с 5 по 11 марта 2002 года весь выпуск облигаций был размещен⁸³.

Конечно, аналитики рекомендуют и «чужие» бумаги. Но к «своим» все-таки относятся особо. Клиенты вспоминают о существовании конфликта интересов, только когда, потеряв деньги, обнаруживают, что аналитик давал неправильные советы. В США обиженные инвесторы подают на банки в суд, и те нередко платят им компенсацию. В России же подоб-

ной практики нет, поэтому единственный способ эффективного инвестирования в облигации - это знание теоретических основ анализа и управления пакетами облигаций. Тогда можно иметь личную точку зрения по поводу привлекательности той или иной облигации, не завися от мнения аналитиков, рейтинговых агентств.

Понятно, что по своей природе облигация - штука непривлекательная для спекулятивно настроенных инвесторов. Вместо ограниченных прав на участие в будущей способности получать прибыль (в качестве акционера) владелец облигации получает преимущественное право на денежные доходы заемщика и обещание погасить облигацию к определенному сроку. Прибыльный рост принесет инвестору чувство уверенности и утешения, но не повысит доходность облигаций, принадлежащих кредитору. Иными словами, инвестор мало участвует в прибылях заемщика, но зато полностью участвует в его убытках. Тем не менее, у инвесторов бывают такие обстоятельства, что фиксированные купонные платежи и погашение в срок играют важную роль как инструмент установления баланса между активами и пассивами (консервативное инвестирование). В то же время, исходя из анализа стандартных отклонений доходности акций и облигаций, акции более рискованны, чем облигации. Величина корреляции доходностей акций и облигаций небольшая, а в течение различных лет была даже отрицательной. Это значит, что портфели, сочетающие акции и облигации, значительно выигрывают от такой диверсификации (стабильная средняя доходность=20% годовых). В такой ситуации грамотная стратегия инвестирования при вложении средств в облигации позволит избежать убытков путем отбора высококачественных облигаций. Важно остановиться на надежной облигации, эмитент которого способен погасить все обязательства даже при неблагоприятных финансовых и экономических обстоятельствах. А эмитенты должны помнить, что утрата доверия инвестором к заемщику - это заразная болезнь не только потому, что кредиторская задолженность одной фирмы, банка является дебиторской задолженностью другой, но и потому, что даже на отдельные случаи финансового неблагополучия инвесторы и кредиторы отвечают ужесточением критериев инвестирования (например, ситуация с СИБУР).

В соответствии с международной практикой, чтобы выбрать для инвестирования ценные бумаги с фиксированным доходом, инвестору лучше начинать с анализа финансовых отчетов, на основе которого можно сделать выводы о кредитоспособности компании, банка и привлекательности ее облигаций как объекта инвестирования. Покупатель облигаций обычно принимает неизбежность процентного риска, особенно в случае долгосрочных облигаций, но не намерен принимать кредитный риск, да и без соответствующей компенса-

⁸³ «Аналитики хвалят свои бумаги»//Ведомости, 18.03.2002г. (40)

ции. Так, по банковским облигациям важно определить необременительный для банка-эмитента уровень долга, который кредиторы готовы предоставить по ставке, существующей для данных ценных бумаг инвестиционного класса. Разница между действительным долгом банка и уровнем его способности брать займы является показателем неиспользованной им возможности заимствовать. К примеру, в этих целях американская специализированная литература приводит расчет средней оценки 7 финансовых коэффициентов - ZETA-оценка кредитного риска (Альтман)⁸⁴:

1. кумулятивная прибыльность - отношение суммы нераспределенной прибыли к совокупным активам (не менее 25%);

2. стабильность прибыли - показатель стандартного отклонения величины прибыли до выплаты процентов и доходов за последние 5 лет от трендовой линии;

3. капитализация - среднегодовое за пятилетний период значение рыночной стоимости выпущенных ценных бумаг, вычисляемое как сумма всех обязательств по номиналу и обыкновенных акций по рыночной цене;

4. сумма материальных активов;

5. ликвидность - отношение текущих активов к текущим пассивам;

6. обслуживание долга - коэффициент покрытия процентных выплат (в норме пятикратное превышение доналоговой прибыли над процентными расходами)

7. общая прибыльность - отношение прибыли до уплаты процентов и налогов к совокупным активам.

Рейтинг облигации	Значение ZETA
AAA	9
AA	6
A	5
BBB	2
BB	1
B	-0,5

На основе этого метода инвестор получает возможность выявить эмитентов, которые являются кандидатами на рост или понижение кредитного рейтинга, т.е. привлекательности для инвестора. Если значение ZETA оценки падает ниже 2, значит, рейтинг компании, банка обречен стать ниже BBB, выпадая из группы бумаг инвестиционного класса. Предпочтительнее инвестору ориентироваться на небольшой, но стабильный показатель покрытия

⁸⁴ Чернова Г.В., Терехова В.Н. «Выпуск ценных бумаг коммерческим банком», 1995г. (30)

долга (ZETA оценки), чем в среднем более высокий, но очень изменчивый. Важно оценить следующие моменты: способность банка при неблагоприятном положении в банковской системе или экономике в целом продолжать деятельность, не допуская больших потерь; способность в течение достаточно длительного времени отвечать по текущим обязательствам и обслуживать долговые обязательства даже при возникновении неблагоприятной ситуации; способность получить доступ к новым источникам финансирования, чтобы обновить или расширить критически важные направления бизнеса даже при возникновении неблагоприятной ситуации и т.д.

После изучения кредитоспособности банка-эмитента облигаций необходимо перейти к изучению рисков, вытекающих из владения его облигациями конкретного выпуска. Здесь каждый профессиональный инвестор по облигациям использует математические формулы для определения стоимости ценных бумаг и количественной оценки риска своей торговой позиции. При этом базовой целью анализа инвестора облигаций тех или иных эмитентов является выявление неверно оцененных рынком бумаг на основе общедоступной информации и сравнении доходности к погашению, сроков погашения, величины купонных платежей. Если доходность к погашению оказывается выше, чем правильная, то говорят, что облигация недооценена и тогда она - кандидат на покупку. Наоборот, если доходность к погашению ниже правильной, то облигация называется переоцененной и кандидат на продажу. Иными словами, инвестор оценивает истинную или внутреннюю стоимость облигации и сравнивает ее с рыночным курсом.

Внутренняя стоимость любого актива основана на дисконтированной величине платежей, которые инвестор ожидает получить в будущем от владения активом (облигацией)⁸⁵:

$$NPV = (\sum (C) \div (1 + y)^t) - P$$

C - платежи по облигации (по купонной облигации)

y - доходность к погашению

P - цена облигации

Точно оцененная облигация имела бы NPV=0.

В целом эффект от вложений в облигации (прибыль) складывается из четырех компонентов - срока до погашения, изменения доходности, купонных платежей и процента от реинвестирования купонных платежей. Первое слагаемое - это прибыль, полученная за счет истечения срока обращения, второе - это прибыль, полученная за счет изменения доходности, третье - это прибыль, полученная за счет купонных платежей, и четвертое - это прибыль, полученная за счет реинвестирования последних. Фундаментальный принцип - инве-

⁸⁵ Четыркин Е.М. «Методы финансовых и коммерческих расчетов», 1995г. (31)

сторону нужно платить за принимаемый им на себя кредитный риск, т.е. возможность того, что эмитент ценной бумаги не произведет необходимые платежи процентов или основной суммы. Поэтому инвестор никогда не станет покупать банковскую облигацию с доходностью меньшей, чем у государственных бумаг с сопоставимым сроком обращения, поскольку государственные облигации более надежны. Этот принцип не является непреложным, но трейдер в своей работе исходит из того, что он редко нарушается.

Итак, узловым моментом математических расчетов, связанных с облигациями, является взаимосвязь цены и доходности. Прогнозирование изменения цен - это то же самое, что прогнозирование результатов инвестирования в облигации, т.к. прибыль или убыток по любой облигационной позиции прямо пропорциональна изменению цены облигаций. Открывая позицию, трейдер часто должен выбирать из сотен ценных бумаг. Играющий на понижение трейдер (медведь), хочет продать самую дорогую бумагу, а играющий на повышение (бык) - купить самую дешевую. Однако цены бумаг не позволяют непосредственно выявить их относительную стоимость (relative values), т.е. дороговизну или дешевизну выпуска по сравнению с аналогами. С учетом большой скорости заключения сделок трейдеры хотели бы иметь единственный критерий для сравнения стоимости различных бумаг. Доходность или годовая ставка дохода, получаемого инвестором при условии, что он владеет выпуском вплоть до погашения (yield to maturity), является таким стандартным показателем для сравнения стоимости различных бумаг.

Доходность выпуска - это та ставка, при которой приведенная стоимость всех будущих процентных платежей и основной суммы долга равна текущей рыночной стоимости выпуска (см. формулу на стр.85). Доходность облигаций зависит от их цены, существует формула, выражающая эту зависимость. Цена купонной бумаги может быть выражена в виде суммы приведенных стоимостей всех будущих денежных потоков, на которые на каждую купонную дату начисляются проценты по ставке реинвестирования, равной доходности (формула цена-доходность)⁸⁶:

$$P = C/(1+Y) + C/(1+Y)^2 + \dots + C/(1+Y)^n + F/(1+Y)^n$$

P - цена облигации

F - номинал, который выплачивается при погашении облигации

C - годовая купонная ставка облигации (в процентах от номинала)

Y - доходность по облигации

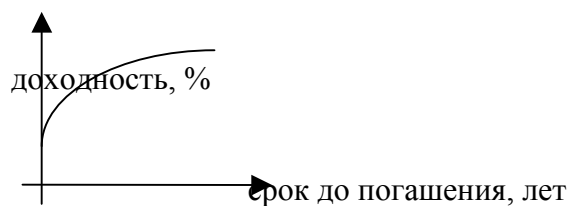
n - срок обращения облигации

⁸⁶ Шарп У. и др. «Инвестиции», 1997г. (32)

Можно переписать уравнение цена-доходность, исключив операцию сложения. Для этого рассмотрим облигацию с бесконечным сроком до погашения и купонной ставкой: $P=C/Y$ или $Y=C/P$. Если рыночный курс облигации увеличивается, то доходность к погашению падает; и наоборот, если рыночный курс облигации падает, то доходность к погашению растет (обратная зависимость). Заметим также, что вклад более поздних купонных платежей в цену быстро уменьшается. Иными словами, риск держателя облигации не пропорционален сроку до погашения. Платежи в отдаленном будущем в меньшей степени учитываются в цене облигации, чем ближайшие выплаты.

Облигационные инвесторы постоянно переводят цены облигаций в доходность. Каждый профессиональный трейдер имеет на рабочем месте специализированный калькулятор для финансовых инструментов с фиксированным доходом. Есть и компьютерные программы для технической поддержки трейдера, которые в реальном времени вычисляют доходность на основе цены, вводимой трейдером или на основе рыночной цены, поступающей по компьютерной сети от внешних служб.

Независимо от общего рыночного уровня процентных ставок доходности облигаций, находящихся в обращении в одно и то же время, часто различаются весьма существенно. Из факторов, определяющих доходность, с которой торгуется конкретный выпуск, вслед за показателем общей доходности идет срок до погашения (time to maturity). График зависимости доходности от срока до погашения называется кривой доходности (yield curve). Кривая доходности имеет положительный наклон, т.е. доходности для выпусков с большим сроком до погашения выше, чем для выпусков с меньшим сроком.



По графику видно, что инвесторы предпочитают долгосрочные выпуски, когда ставки высоки, и краткосрочные, когда они низки. Дело в том, что инвесторы хотят инвестировать в длинный участок кривой, чтобы зафиксировать высокие ставки. В противном случае они предпочитают ликвидность.

Таким образом, чтобы максимизировать прибыль и управлять риском, трейдеры по облигациям должны знать: 1) как именно срок до погашения, купонная ставка и доходность по отдельности влияют на цену выпуска; 2) как меняется каждое из таких соотношений во времени или при колебаниях доходности. Зная ответы на эти вопросы, трейдеры могут выбрать лучшие выпуски для открытия позиций. Поэтому прежде чем выбрать облигацию и

стратегию любой инвестор должен ознакомиться со следующими правилами, вытекающими из основ облигационной математики.

Правило 1: Если доходность облигации равна купонной ставке, то ее цена равна номиналу, т.е. $Y=C/F$ или $P=F$.

Правило 2: Если доходность облигации меньше, чем ее купон, то ее цена больше номинала, т.е. облигация продается с премией к номиналу. Если доходность облигации больше, чем ее купон, то ее цена меньше номинала, т.е. облигация продается с дисконтом к номиналу.

$$Y < C, \text{ то } P > F$$

$$Y > C, \text{ то } P < F$$

Это связано с тем, что если доходность облигации выше, чем купонная ставка (т.е. купонная ставка ниже, чем будущие ставки реинвестирования), то покупатель облигации захочет компенсировать разницу в процентах за счет понижения цены облигации. Установление более низкой цены обеспечит покупателю дополнительный доход благодаря повышению цены облигации во времени до номинала. Точно также, если доходность облигации ниже ее купонной ставки, покупатель должен будет заплатить за облигацию более высокую цену. Такая сходимость к номиналу приводит к увеличению дохода на дисконтные ценные бумаги и, наоборот, снижению дохода на бумаги, продававшиеся с премией. В конечном итоге премия или дисконт полностью исчезают на дату погашения.

Скорость сходимости к номиналу во времени является функцией срока, оставшегося до погашения облигации, и разницы между ценой и номиналом. Цены выпусков, торгуемых с дисконтом или премией, движутся с течением времени по направлению к номиналу сначала медленно, а затем с увеличивающейся скоростью. Изменения премии и дисконта вначале незначительны, но эти изменения становятся более заметными с приближением срока погашения. При этом, если две облигации имеют одну и ту же купонную ставку, номинал и доходность, то та, у которой срок обращения короче, будет продаваться с меньшим дисконтом или премией.

Правило 3: Цены облигаций изменяются в направлении, противоположном изменению доходности (см. формулу на стр.86).

Правило 4: Цена облигации меняется асимметрично при равных, но противоположных по направлению изменениях доходности. Цена облигации при снижении доходности растет в большей степени, чем она падает при увеличении доходности на ту же величину. И так,

связь между ценой (курсом) облигации и ее доходностью является выпуклой (выпуклость, convexity)⁸⁷.

Доходность измеряет относительную стоимость выпуска, но покупка дешевого выпуска или продажа дорогого еще не гарантирует прибыли. Трейдерам также нужны количественные показатели рыночного риска. Ценовой риск, дюрация и выпуклость измеряют чувствительность изменения цены и, следовательно, финансовых результатов к изменениям доходности. Это сигналы об опасности, используемые для защиты своих позиций от колебаний доходности. Ценовой риск (R_p) - это степень изменения цены на единицу изменения доходности, т.е. изменение цены на 1% изменения доходности. Понятно, что ценовой риск убывает с увеличением доходности.

$$R_p = -\Delta P \div \Delta Y$$

Скорость изменения наклона кривой цена-доходность называется выпуклостью. Выпуклость всегда положительна. Скорость изменения цены по отношению к доходности уменьшается с ростом доходности. Ценовой риск - это скорость изменения цены облигации при изменении доходности, а выпуклость - ускорение. На этой теоретической базе Фредерик Маколей ввел понятие дюрации, чтобы получить лучшую, чем срок до погашения, оценку риска по прибыли для держателя облигации. Тем более, что близость срока погашения вовсе не гарантирует выплаты инвестору. Короче говоря, каким бы ни был срок до погашения, критерии выбора смягчению не подлежат и должны опираться на расчет дюрации по данной облигации.

Дюрация (duration, D) - это средневзвешенный срок до погашения всех компонентов облигации, каждый из которых взвешивается по своей приведенной стоимости (или мера средней зрелости потока платежей, связанных с облигацией). Приведенная стоимость каждого платежа умножается на время, через которое этот платеж должен поступить, затем все полученные значения суммируются, сумма делится на рыночный курс облигации. Сам текущий рыночный курс облигации (P_0) равен сумме приведенных стоимостей потоков $PV(C_t)$ при ставке дисконтирования, равной доходности к погашению: $P_0 = \sum PV(C_t)$

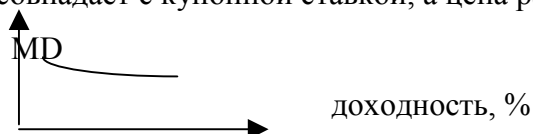
$$D = (\sum PV(C_t) \times t) \div P_0$$

А модифицированная дюрация (D_m) отражает меру риска, которая непосредственно преобразуется в движение цены и финансового результата от инвестирования в облигации. Она измеряет степень изменения цены выпуска в процентах по отношению к изменению доходности.

⁸⁷ Котгл С. и др. «Анализ ценных бумаг Грэма и Додда», 2000г. (19)

$$Dm = (100 \div P) \times Rp$$

Позиция с высоким ценовым риском или с большой дюрацией будет соответствовать большим изменениям цены и финансовых результатов, чем позиция с тем же объемом по номиналу, но с низким ценовым риском или низкой дюрацией. Так, инвестирование в бумаги с высокой дюрацией означает участие инвестора в более крупной игре, т.к. цены выпусков с высокой дюрацией более чувствительны к изменениям доходности, чем цены выпусков с низкой дюрацией. В результате выпуски с большей дюрацией часто продаются с более низкой доходностью, чем выпуски с низкой дюрацией и аналогичным сроком до погашения. Значение ценового риска и дюрации равны только тогда, когда доходность облигации совпадает с купонной ставкой, а цена равна номиналу (см. Правило 1).



Правило 5: Если доходность облигации равна ее купонной ставке, ценовой риск и дюрация облигации растут по мере увеличения срока до погашения.

Правило 6: Если купонная ставка выпуска равна нулю, то модифицированная дюрация линейно растет вместе со сроком до погашения.

Все эти расчеты очень хороши в конкретных условиях, но отнюдь не универсальны. Нужно также отметить, что все вышеперечисленные показатели берутся в отдельно взятый момент, но в реальности цены все время движутся - то медленно, то быстро. В связи с этим делаются прогнозы волатильности (колебаний цены или доходности) на базе прошлых изменений. Трейдерам желательно дополнительно определить: среднее значение изменения цены (усредненное изменение цены в единицу времени), стандартное отклонение. Волатильность - это стандартное отклонение изменения цены или доходности какого-либо инструмента в годовом исчислении. Это самый важный показатель для прогнозирования вероятности заданного изменения цены или доходности. $S = \sqrt{1/N \sum (X_i - \bar{X})^2}$ ⁸⁸

После такого достаточно подробного анализа характеристик облигации инвестор может сопоставить ожидаемую доходность и риски по облигации, приняв окончательное решение об инвестировании. Какие же *стратегии* инвестирования в облигации возможны на рынке? Если говорить о первичном размещении облигаций, то можно перечислить следующие стратегии, которых могут придерживаться инвесторы:

1. пассивная - инвесторы не участвуют в приобретении облигаций у эмитента;

⁸⁸ Четыркин Е.М. «Методы финансовых и коммерческих расчетов», 1995г. (31)

2. активная - инвесторы скупают весь выпуск ценных бумаг с целью дальнейшей продажи на вторичном рынке, т.е. весь доход от операций купли-продажи ценных бумаг очевидно будет получен этими инвесторами;

3. смешанная - инвесторы приобретают часть выпуска (например, половину, четверть, три четверти), получая соответственно половину, четверть доходов от размещения выпуска.

На вторичном рынке стратегий инвестирования множество, инвестор при желании и исходя из собственных потребностей может разработать свой уникальный подход к инвестированию в облигации. Мы рассмотрим обобщенно ряд стратегий, которые на практике могут иметь множество вариаций.

Итак, первая стратегия – инвестиционная (пассивная). Для инвестора это означает купить и держать бумаги с хорошим кредитным рейтингом до погашения, рассчитывая на получение стабильного дохода, заявленного при размещении. Это достаточно хорошая стратегия для коротких облигаций, но для длинных - далеко не самая лучшая, учитывая нестабильность рынков и российские систематические риски. Тем не менее, сегодня основная часть инвесторов (большинство - партнеры эмитента), приобретающих бумаги на аукционе, как правило, придерживается именно этой стратегии и не собирается их продавать в течение долгого периода времени.

Вторая стратегия – купить и держать бумаги на определенный срок, не обязательно совпадающий со «временем жизни» облигации (смешанная стратегия). Для этого существует ранее описанный механизм публичной оферты, позволяющий сделать «длинный» долговой инструмент более «коротким», а, следовательно, привлекательным для более широкого круга инвесторов. Например, Внешторгбанк при размещении собственных облигаций и при работе на вторичном рынке постоянно использует процедуру выставления ежеквартальных оферт для повышения спроса на свои облигации.

Третья стратегия называется спекулятивной (активной) – купить сегодня дешево, завтра продать дороже. Или занять короткую позицию, то есть продать бумаги с последующим откупом. К сожалению, такие стратегии на российском рынке корпоративных, банковских облигаций реализовать в полной мере пока не удастся по причине низкой ликвидности рынка. Ликвидность облигации определяется по разнице между ценами покупки и продажи, устанавливаемыми дилерами. У облигаций, пользующихся большим спросом и имеющих высокое предложение, эта разница и риски инвестора меньше, чем у тех, торговля которыми ведется пассивно. Цель любого инвестора — получить приносящий определенный доход инструмент, на который в случае срочной необходимости его продажи на рынке нашелся бы заинтересованный покупатель.

Наконец, следует назвать основную стратегию, используемую прежде всего крупными банками – андеррайтерами, инвестиционными компаниями и являющуюся спецификой российского рынка. Это рефинансирование позиции, когда облигации выступают в качестве обеспечения операций межбанковского кредитования, что объясняет, почему именно банки являются и, видимо, будут являться основными участниками этого рынка. Облигации предприятий, банков выступают в качестве надежного обеспечения в работе с другими банками. В рамках этой стратегии банками отлажена система операций на вторичном рынке, включая использование кредитно-залоговых схем, операций РЕПО и т.д.

Соответственно методы, используемые для управления пакетами облигаций в настоящее время, можно разбить на две категории - пассивные и активные. Пассивные методы основаны на предположении, что рынки облигаций имеют среднюю степень эффективности, т.е. текущие цены на облигации точно реагируют на всю доступную для широкого круга инвесторов информацию. Другими словами, если рейтинги основаны на общедоступной информации, то любые их изменения являются следствием появления такой информации. Это дает основание полагать, что на среднеэффективном рынке курс облигации будет реагировать также на эту информацию, а не только на последующее объявление об изменении рейтинга, т.е. изменение рейтинга не должно существенно влиять на курс облигации. Более того, возрастанию рейтинга предшествует рост курсов, а уменьшению рейтинга - соответственно снижение курсов. Таким образом, облигации справедливо оцениваются на рынке и дают прибыль, соизмеримую с риском, а попытки предсказания процентных ставок являются неоправданными. Выявляя неверно оцененные облигации и играя на сроках (например, покупка долгосрочных облигаций, если предсказывается подъем ставок), инвесторы не смогут достигнуть уровня прибыли выше среднего.

В противовес активные методы управления пакетами облигаций основаны на предположении, что рынок облигаций не настолько эффективен и дает некоторым инвесторам возможность получить прибыль выше средней. Наиболее профессионально подкованные инвесторы выявляют неверно оцененные облигации, у которых истинное кредитное качество отличается от оценок рынка или объявленного рейтинга, либо предсказывают процентные ставки и правильно играют на сроках. В портфель набираются недооцененные облигации и исключаются переоцененные. Часто аналитик, проводя интенсивный анализ ценных бумаг, может понять финансовое положение долгового эмитента более точно и своевременно, чем рейтинговые агентства, другие участники рынка облигаций. Кроме того, активный менеджер может осуществлять выбор подходящего времени операций с помощью предсказания общих тенденций изменения процентных ставок. Возможен и такой вариант, когда менеджер занимается как подбором бумаг, так и выбором времени. По существу та-

кие инвесторы делают шаги первыми и ждут, пока рынок и рейтинговые агентства догонят их.

Иммунизация (immunization) - это наиболее распространенная техника активного управления пакетами облигаций⁸⁹. Когда портфель сформирован, он иммунизируется от нежелательных эффектов, связанных с будущими колебаниями процентных ставок. Иммунизация достигается путем вычисления дюрации обещанных платежей инвестора и формирования на этой основе портфеля облигаций с одинаковой дюрацией. Причем дюрация портфеля облигаций равна взвешенному среднему дюраций отдельных бумаг в портфеле. По сути, это запираание доходности или создание портфеля облигаций (активов инвестора), стоимость которых совпадает с текущей (приведенной) стоимостью запланированных пасивов, у которых чувствительность к изменениям процента такая же. Так, при снижении процента изменения дохода от реинвестирования будет перекрываться возрастанием стоимости активов.

Однако при таком методе управления делается предположение, что ожидаемые потоки платежей по облигации будут выплачены полностью и своевременно, облигации будут оплачены и не будут отозваны до срока, т.е. по облигации отсутствует риск неуплаты и риск отзыва. Следовательно, если облигация не оплачивается или отзывается, то портфель не будет иммунизирован. Тем более, что доходность и дюрация меняются со временем с разной степенью, то вследствие этого портфель перестает быть иммунизированным. Это значит, что портфель довольно часто нужно переструктурировать, обновлять. Часть облигаций портфеля продается и заменяется другими, в результате чего дюрация портфеля вновь соответствует дюрации ожидаемых потоков платежей. Менеджер решает, насколько часто следует проводить переструктурирование с учетом риска несбалансированности, с одной стороны, и накладных расходов, с другой.

Одно из возможных решений - выбрать портфель, имеющий наивысшую среднюю доходность к погашению (или минимальную цену). Другой подход - это выбрать наиболее сфокусированный портфель. Это такой портфель, в котором бумаги имеют дюрации (или сроки до погашения), близкие к дюрациям ожидаемых выплат. Например, в начале 1980-х годов в США произошел взрывной рост специализированных портфелей облигаций, предназначенных для финансирования корпораций. Целью такого рода подходов было снизить неопределенность доходов по долгосрочным инвестициям, предназначенных для погашения определенных обязательств. Доход от активов и от их продажи использовался для финансирования расходов, требуемых плановым графиком погашения обязательств.

⁸⁹ Шарп У. и др. «Инвестиции», 1997г. (32)

В завершение пункта об инвестиционных стратегиях на рынке облигаций напомним, что на практике ни одна из них не существует в чистом виде, а изложенные теоретические основы облигационной математики редко реализуются на развивающемся российском рынке корпоративных и банковских облигаций. Невозможно все предусмотреть при разработке стратегии, т.к. динамика рынка облигаций складывается в результате действия разных людей. Цена облигаций приводится в движение страхом и алчностью, причем более могущественной силой на рынке является страх. Волатильность (изменчивость) рынка облигаций иногда создает трейдерам такие возможности для извлечения прибыли, о которых не могли бы мечтать даже самые алчные из спекулянтов. Но эта же неустойчивость чревата в равной степени и возможностью понести убытки. Трейдеры работают в условиях неопределенности - любая позиция, которую они занимают, предоставляет возможности и для больших прибылей, и для больших убытков.

Поэтому, чтобы постоянно, из года в год получать прибыль, профессиональные инвесторы (трейдеры) должны не только преуспевать в прогнозировании рынка, но и умело управлять рисками. Профессиональные трейдеры стремятся обезопасить себя от потерь, используя проработанные методы управления рисками, они знают, как найти выход из положения. Торговля и управление рисками неразделимы: трейдер не может планировать получение прибыли, не учитывая возможности понести убытки. Все трейдеры хотят максимизировать прибыль, но только при контролируемом риске. Однако выбор каждого основывается на его личной склонности к риску. Два трейдера в одинаковых обстоятельствах могут действовать по-разному: один может уменьшать риск, а другой будет готов делать рискованные ставки, что и делает рынок непредсказуемым и не поддающимся четким математическим расчетам.

Тем не менее, отдельные инвесторы не только делают математические расчеты, но и наблюдают за рыночными действиями и пытаются строить прогнозы. Это помогает им выбирать моменты для заключения сделок. Однако для серьезных прогнозов в российской практике ощущается недостаток сведений о базах данных и компьютерных системах, производящих сложный анализ. Вместе с тем самая лучшая компьютерная модель может оптимизировать доход только при правильно заданных параметрах, т.е. в любом случае и рядовой инвестор, и облигационный менеджер для эффективного анализа должны иметь определенные представления о механизме работы рынка, возможных проблемах (ограничениях) и тенденциях его развития (прогноз). В последующих пунктах как раз охватим вопросы по актуальным проблемам и тенденциям развития рынка банковских облигаций.

4.2. Актуальные проблемы российского рынка банковских облигаций

Несмотря на отмеченные преимущества банковских облигаций и возможности для оживления рынка в будущем, этот инструмент все еще не является полноценным средством для привлечения средств и интересным объектом для инвестирования. В России весь объем средств, привлеченных с помощью рынка корпоративных и банковских облигаций, составляет всего около 2 млрд. долларов. Да, это почти 3% от двухлетнего валового объема инвестиций в основной капитал⁹⁰, но при этом весь отечественный рынок этих инструментов по объему почти в полтора раза меньше, чем рынок негосударственных облигаций Люксембурга. А в странах G-7 посредством эмиссии корпоративных и банковских облигаций финансируется от 30 до 60% всех инвестиционных проектов. По-видимому, проблемы на данном рынке минимизируют все вышеперечисленные преимущества корпоративных, банковских облигаций, сдерживая активность эмитентов и инвесторов. Кроме базовых макроэкономических факторов, сдерживающих развитие всего рынка рублевых инструментов, существует множество проблем, касающихся непосредственно сектора негосударственных облигаций, по которым, с одной стороны, эмитенты не очень активно выходят на рынок со своими новыми выпусками, с другой - потенциальные инвесторы не торопятся вкладывать денежные средства в облигации.

Почему так мал объем банковских облигаций по сравнению с общим объемом рынка облигаций? Что должно произойти, чтобы больше банков стало выходить на этот рынок со своими бумагами?

Что вообще сдерживало и сдерживает развитие этого рынка?

Исходя из опыта и ранее изложенного в дипломе материала, выделим следующие проблемы и противоречия российского рынка банковских облигаций:

- Серьезной проблемой для эмиссии бумаг является чересчур сложная, длительная процедура подготовки и регистрации проспекта эмиссии, вывода бумаг на рынок и регистрации отчета об итогах выпуска. Для государственных и субфедеральных бумаг предусмотрена упрощенная процедура эмиссии, что опять же ставит корпоративные и банковские облигации в незавидное положение. Сегодня на подготовку эмиссии облигаций у банка уходит не меньше трех месяцев, что практически лишает смысла проведение эмиссии краткосрочных бумаг. Эмитенты не в состоянии оперативно подстроиться под изменившуюся конъюнктуру и предложить рынку ту структуру облигаций и, соответственно, доходности,

⁹⁰ Материалы конференции «Российский рынок корпоративного долга», 08.02.2002г. (22)

которая была бы интересна потенциальным инвесторам в момент размещения облигационного выпуска.

- Все еще имеет место относительная дороговизна выпуска облигаций, связанная с неразумной системой налогового законодательства в сфере регулирования эмиссии ценных бумаг, предусматривающего взимание налога по операциям с ценными бумагами (0,8% от номинальной стоимости ценных бумаг до их размещения). Несправедливости этому налогу добавляет также тот факт, что государственные облигации от него освобождены. В такой ситуации эмитенты пока неспособны значительно снизить стоимость заимствований и предложить инвесторам большую доходность. Причем этот налог препятствует, в первую очередь, размещению краткосрочных бумаг, т.е. тех, которые в настоящий момент были бы наиболее интересны как рынку, так и эмитентам. Следует отметить, что на развитых рынках налог на эмиссию либо вообще отсутствует (ряд стран Западной Европы), либо его ставка в 30-50 раз меньше, чем в нашей стране (США, Германия, страны Юго-Восточной Азии)⁹¹.

- Получается, что облигации являются прозрачным и понятным инструментом для российского налогообложения. А поскольку российское налогообложение вряд ли можно назвать стимулирующим или хотя бы либеральным, эмитентам гораздо удобнее финансировать свои проекты с помощью различного рода суррогатов или не эмиссионных ценных бумаг. Самые распространенные - векселя, чуть менее - кредиторская задолженность, которую многие банки сознательно увеличивают. По этим инструментам эмитентам практически ничего не приходится платить, к тому же они удобнее с точки зрения оптимизации налогообложения. Поэтому на рынке отсутствуют "короткие" корпоративные облигации, а ниша краткосрочных долговых инструментов прочно занята векселями.

- Есть также ряд других чрезмерно жестких законодательных ограничений на выпуск облигаций банками. Так, не допускается выпуск собственных облигаций до полной оплаты уставного капитала банка. Учитывая, что уставной капитал должен быть полностью оплачен в течение года с момента регистрации общества, эта норма означает, что практически в течение первого года своего существования банк не сможет реализовать право на выпуск своих облигаций, а ведь именно в этот период ему очень не хватает средства для развития.

- Номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер его уставного капитала, или величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для выпуска облигаций (ч.2 ст.102 Гражданского кодекса и ч.3 ст.33

⁹¹ Сотников Л.В. «Выпуск корпоративных облигаций: учет и налогообложение»//Бухгалтерский учет №12, 2000г. (58)

Закона “Об акционерных обществах”). Для только созданных банков и вообще для обществ, имеющих небольшой уставный капитал, это условие может составить серьезную проблему, т.к. для привлечения средств путем выпуска облигаций банку нужно будет сначала увеличить уставный капитал или найти соответствующее обеспечение. Если еще учесть, что минимальный объем, с которым стоит выходить на рынок (200 млн. рублей), составляет, по всей видимости, 200 млн. рублей, то следующие цифры могут показаться достаточно удручающими. По данным Банка России, на 1 ноября 2001 года зарегистрированным уставным капиталом свыше 60 млн. рублей обладали 322 банка (24,4% от общего количества банков), в том числе только 186 банков обладали уставным капиталом свыше 150 млн. рублей (14,1%)⁹². Иными словами, глобальных банков в России почти нет. Основную массу составляют мелкие банки, работающие с небольшим количеством постоянных клиентов, в то время как облигации являются способом привлечения средств со стороны. Своим же клиентам эти банки предпочитают предлагать другие более доступные им инструменты, например, векселя или депозитные сертификаты.

- В настоящее время законодательством предусматривается необходимость регистрации каждого отдельного выпуска ценных бумаг по сложной и связанной с большими затратами процедуре. При этом в рамках выпуска параметры ценной бумаги уже жестко зафиксированы, и у эмитента при привлечении ресурсов не остается возможностей для гибкого подхода с учетом ситуации на данный момент времени. Эта проблема была частично решена, когда в июне 1998 года вышло Постановление ФКЦБ о траншах, по которому стало возможным зарегистрировать один выпуск и размещать его по частям. Однако такое размещение может происходить в течение нескольких сроков, но не позднее одного года со дня утверждения решения о выпуске.

- По инструкции ЦБР №8 банк-эмитент не должен проводить операции на вторичном рынке до регистрации отчета о выпуске. Это серьезно усложняет процедуру эмиссии, поскольку делает невозможным поддержку эмитентом, андеррайтерами вторичного рынка в период размещения облигаций. Если же компания решает провести эмиссию с использованием не разового займа, а с использованием траншей, то получается, что инвесторы, приобретающие бумаги, не будут иметь возможности использовать вторичный рынок до того, как будут размещены и зарегистрированы отчеты об итогах выпуска бумаг всех траншей. Это в свою очередь не дает российским эмитентам возможности оперативно управлять долгом за счет постепенного размещения облигаций отдельными траншами. Данный пункт противо-

⁹² по данным www.cbr.ru

речит международной практике, и может в определенной степени оказаться препятствием к развитию новых инструментов рынка ценных бумаг.

Таким образом, действующее законодательство не оставляет эмитенту пространства для маневра.

- Для создания активного рынка и привлечения спекулятивно настроенных инвесторов необходимо, чтобы на рынке обращались бумаги эмитента по крайней мере на 1 млрд. рублей. Такие крупные, ликвидные выпуски могут позволить себе немногие банки. В то же время, подавляющее большинство банков (в основном региональных), которые действительно остро нуждаются в относительно длинных ресурсах и могли бы быть потенциальными эмитентами таких бумаг, вряд ли смогут и захотят выпускать такие объемы, для них облигации - далеко не оптимальный инструмент заимствований. В результате вторичный рынок данного инструмента развит еще очень слабо, уступая, в частности, ликвидности вексельного рынка и рынка акций. Например, в настоящее время в обращении находится порядка 70 выпусков облигаций, сделки на бирже проходят от силы с 10-15 видами бумаг.

- Малоликвидность вторичного рынка облигаций нарушает механизм работы всего рынка, в частности по установлению доходности бумаг, не позволяя эмитенту снизить стоимость заимствований. С одной стороны, ряд высококлассных эмитентов вынуждены платить достаточно высокие рыночные ставки по своим облигациям, а эти ставки не всегда адекватно отражают риски. Это значит, что эти эмитенты в настоящее время должны переплачивать за выпуск своих бумаг.

В результате такие банки правомерно склоняются в сторону более дешевых, доступных источников средств - остатки средств предприятий, организаций, физических лиц – предпринимателей и населения на расчетных, текущих, депозитных и иных счетах до востребования, а также на срочных счетах, открытых как в валюте Российской Федерации, так и в иностранных валютах, и в драгоценных металлах (более 60% пассивов). Ставки по этим депозитам даже с учетом отчислений в фонд обязательных резервов ЦБР оказываются более привлекательными, чем затраты на выпуск собственных облигаций. Кроме того, у банков есть возможность привлечь средства на рынке межбанковских кредитов. Однако здесь ситуация осложняется тем, что очень у немногих банков есть друг на друга лимиты для работы на этом рынке со сроками больше трех месяцев. Обычно рынок МБК используется только для корректировки текущей ликвидности и привлечения средств на срок от 1 дня (овернайт) до 1 месяца.

С другой стороны, менее известные, надежные эмитенты и их андеррайтеры, не находя желающих приобрести облигации по ценам явно выше рыночных, вынуждены держать в

своих портфелях большую часть эмиссий. Ведь очень непросто внятно объяснить покупателям, почему облигации новых заемщиков с доходностью 18-20% годовых выгоднее тех же ОФЗ, которые имеют ежеквартальные купоны 20% к номиналу или текущую доходность (по отношению к рыночной цене) на уровне 22-23%, при этом ликвидность, скорее всего, будет оставлять желать лучшего.

Можно подойти к поиску ответа на этот вопрос по-разному. Например, можно в качестве базовой ставки принять доходности еврооблигаций, наиболее объективно отражающие страновой риск. Сегодня для ближайших по срокам погашения выпусков - это 8,5% и 12,5% годовых в валюте сроком на 9 месяцев и 2 года соответственно, т.е. ориентировочный уровень доходности для инструмента сроком 1 год составляет 10% годовых. Эквивалент в рублях с учетом прогнозных темпов девальвации рубля (8% годовых) - 18% годовых, но эта цифра - для бумаг, полноценно обращающихся на западных рынках. Добавив еще 2% за инфраструктурные риски обращения внутри России по сравнению с западными рынками, получим 20% годовых - как раз столько, сколько дает сейчас рынок ОФЗ. Очевидно, что это действительно приемлемый и достаточный уровень ставок по госбумагам. Понятно, что риск эмитента всегда выше, чем риск государства. Оценивая премию за корпоративный риск не ниже 3-5%, получаем уровень нормальных справедливых рыночных ставок по облигациям на уровне 23-25%. Для менее известных эмитентов, которые несут риски гораздо выше, бесспорно должна быть дополнительная премия (за вход на рынок, за дополнительный риск и пр.) хотя бы на уровне 2-3%. В итоге для эмитентов «среднего уровня» получаем уровень ставок 25-27%.

Отсюда напрашивается вывод, что существующие ставки размещения по многим новым выпускам - не совсем рыночные, и если такая ситуация сохранится и дальше, то создать полноценный стабильный рынок будет непросто.

- Для обеспечения ликвидности рынку требуются короткие бумаги (3-9 месяцев), в то время как российские эмитенты рассчитывают на получение инвестиционных ресурсов с рынка облигаций, которые по определению не могут быть короткими. Сейчас рынок негосударственных облигаций базируется на длинных, купонных облигациях, номинированных в долларах США, т.е. плюсы ликвидного рынка собственных бумаг пока не достижимы для российских эмитентов.

- Имеет место сильная концентрация рынка негосударственных облигаций, в т.ч. основных эмитентов, инфраструктуры, в московском регионе. В других же регионах из-за низкой ликвидности ценных бумаг потенциальных региональных банков-эмитентов, а так-

же из-за неразвитости инфраструктуры развитие рынка облигаций представляется проблематичным.

- Отсутствует опыт работы банков с облигациями и нет специалистов в этой области. Сложно убедить эмитентов выйти на этот рынок, т.к. смысл и преимущества выпуска облигаций зачастую понятен только банкам с достаточно «продвинутым» менеджментом. Корреляция между намерением выпустить облигации и уровнем менеджмента эмитента действительно очень высокая⁹³.

Это были ограничения для работы на рынке с точки зрения эмитентов. Далее будут рассмотрены проблемы с позиций инвесторов данного рынка.

- Невысокий уровень доверия инвесторов к государству, эмитентам (особенно в лице банков), национальной валюте. Кризис 1998г. оставил значительный негативный отпечаток на отношении инвесторов к банкам. Многие участники рынка с тех пор предпочитают вкладывать свои средства в долги компаний, имеющих реальные активы, - это Газпром, нефтяная промышленность, металлургическая промышленность. Банки к таким компаниям не относятся. Более того, некоторые из крупных банков, которые пережили кризис, до сих пор имеют не самую хорошую репутацию у участников рынка, т.к. не полностью рассчитались по своим обязательствам (такие банки, как Менапек, Росбанк, Доверительный и Инвестиционный банк, НРБ). Доверие населения также невелико, например если до 1998г. 32% опрошенных отмечали, что имеют сбережения в банках, не предназначенные для текущего потребления, то после кризиса таких стало на 9 % меньше (23%)⁹⁴.

- Недоверие инвесторов, проистекающее из-за недостаточной информационной прозрачности эмитентов и низкого качества корпоративного управления. В соответствии с исследованием экспертов компании МакКинзи (McKinsey & Company), инвесторы готовы платить премию за бумаги тех эмитентов с развивающихся рынков, корпоративное управление которых соответствует международным стандартам. Причем эта премия существенно выше той, которую инвесторы готовы платить за бумаги компаний с развитых рынков. Такое отношение инвесторов к уровню корпоративного управления объясняется уровнем финансовой отчетности в развивающихся странах, которая не дает адекватного представления о действительном состоянии заемщика по сравнению с финансовой отчетностью по международным стандартам⁹⁵.

⁹³ Аналитический раздел социологического исследования «Российский рынок банковских облигаций в оценках экспертов» (приложение)

⁹⁴ Аналитический раздел социологического исследования «Российский рынок банковских облигаций в оценках экспертов» (приложение)

⁹⁵ Материалы конференции «Корпоративные облигации в России», 14.03.2001г. (23)

- Полностью отсутствует налоговое стимулирование участия инвесторов на рынке корпоративных облигаций.

Так, в развитых экономиках существуют специальные налоговые льготы инвесторам, осуществляющим вложения средств в ценные бумаги предприятий и финансовых учреждений, в том числе и в корпоративные, банковские облигации. Можно отметить, в частности, введение необлагаемого минимума прибыли от роста курсовой стоимости бумаг (Германия, Канада, Франция); представление налогового кредита в объеме приобретения ценных бумаг (Испания); исключение из объектов налогообложения инвестиций в венчурные компании, в т.ч. в облигации предприятий сектора "высоких технологий" (Великобритания).

- Из-за низкой ликвидности и значительных сумм вложений частные (непрофессиональные) инвесторы не могут выйти на этот рынок, где основными являются долгосрочные облигации с небольшой доходностью и крупными лотами. Даже при изыскании крупных денежных сумм зачастую отсутствует возможность для частного лица в будущем избавиться от приобретенных ценных бумаг.

- Институциональные инвесторы, такие как пенсионные фонды и страховые компании, в настоящее время очень неохотно вкладываются в корпоративные и банковские облигации. В первую очередь их не устраивает доходность, которую приносят эти инструменты. Им также мало интересны инструменты со сроком обращения менее года, причем с низкой ликвидностью. Пока подавляющий объем эмиссий выкупается банками, новые выпуски облигаций оседают у банков и торгуются затем в основном кредитными институтами - фактически трансформированное кредитование с чуть большей ликвидностью. Соответственно, спрос на облигации сильно зависит от состояния дел в банках, уровня их ликвидности. Например, в настоящее время у банков наблюдается нехватка «длинных» рублевых ресурсов, что не способствует лимитированию большого числа эмитентов. Банки ограничиваются вложениями собственных средств только в бумаги своих же клиентов, обходя вниманием остальные. В итоге рынок каждого эмитента выглядит обособленно, что не способствует повышению ликвидности. Между тем, такая ситуация не может называться нормальной. В странах, где существует развитый рынок корпоративных и банковских облигаций, крупные институциональные инвесторы являются основными его участниками (например, в Чили пенсионные фонды и страховые компании обеспечивают 95% всех инвестиций в корпоративные облигации; в США на корпоративные облигации приходится около 20% активов пенсионных фондов⁹⁶ и порядка 15% активов паевых инвестиционных фондов)⁹⁷. Не на-

⁹⁶ Rose P. S., Fraser D. R., Financial Institutions, BPI IRWIN, 1988 (34)

ступит ли в ближайшее время перенасыщения российского рынка облигациями, т.к. бумаги являются частным инструментом профучастников? Доведя рынок облигаций до размера допустимого кредитного лимита банков, не застынет ли он в таком положении?

- Это новый рынок и инвесторы еще не привыкли работать на нем, не хватает опыта и навыков.

Этот список можно продолжить, тем более, что существует отдельный огромный блок проблем, связанный со слабым развитием в нашей стране механизмов коллективного инвестирования и низким уровнем инвестиционной культуры населения.

Особо отмечу проблему, которая, по сути, вытекает из всех вышеприведенных негативных моментов. Итак, на фоне уверенного роста объемов первичного размещения вторичный рынок остается низколиквидным, причем торговля проводится главным образом по облигациям нескольких эмитентов (Внешторгбанк, МГТС, АЛРОСА, ММК, НОМОС-Банк). К началу января 2002г. месячный оборот вторичных торгов по корпоративным облигациям составил 1 млрд. руб., причем более 2/3 его объема приходится на ценные бумаги 5-6 эмитентов⁹⁸. Несмотря на формальное требование ММВБ о том, что облигации, включенные в листинг 1-го или 2-го уровня, должны котироваться как минимум двумя участниками рынка, оно не выполняется. Зачастую инвесторы не могут ни купить, ни продать облигации в период между их размещением и погашением. Это связано, прежде всего, с тем, что основным покупателем корпоративных облигаций выступает небольшое число крупных инвесторов с достаточной ликвидностью, позволяющей им покупать облигации до погашения или до досрочного погашения по публичной оферте. Таким образом, они не заинтересованы во вторичном рынке, ликвидный рынок нужен средним и мелким инвесторам, которые более чувствительны к проблеме ликвидности.

С другой стороны, большинство выпусков облигаций не имеют в обращении объема, достаточного для формирования ликвидного вторичного рынка: эмиссии на данном этапе имеют в среднем объем от 400 до 600 млн. руб.⁹⁹ Получается, чем больше эмитент, тем активнее идет торговля его облигациями на вторичном рынке, т.к. и объемы выпусков больше, и есть возможность поддерживать ликвидность вторичного рынка либо при участии

⁹⁷ Vittas D., Institutional Investors and Securities Markets, 1998 (37)

⁹⁸ по данным www.micex.ru

⁹⁹ см. таблицу в приложении

самих эмитентов, либо их аффилированных структур. Однако рыночные инвесторы не считают такие бумаги ликвидными, что является основной причиной отсутствия интереса к ним. Таким образом, замыкается круг, «разорвать» который удастся только со временем.

4.3. Перспективы развития и направления совершенствования российского рынка банковских облигаций

Каковы же перспективы у банковских облигаций?

По какому пути будет происходить дальнейшее развитие российского рынка ценных бумаг и в частности рынка негосударственных облигаций?

К настоящему моменту и инвесторы, и эмитенты ощутили необходимость перемен: одни остро нуждаются в привлечении новых источников инвестиций для развития, другие же - в инструменте, способном приносить большую доходность при приемлемых рисках. В последнее время и власть обращает все больше внимания на то, что рынок корпоративных и банковских заимствований необходимо развивать, предоставляя большую свободу действий эмитентам. Ведь при этом предприятия, банки получают необходимые средства для развития, а бюджеты - дополнительные источники доходов¹⁰⁰.

В ближайшей же перспективе заметным сегментом рынка корпоративных облигаций могут стать банковские облигации. Как уже было отмечено, с одной стороны, банки не нуждаются в посредниках на рынке облигаций, что позволяет им нести меньшие затраты при выпуске. С другой стороны, банки в целом испытывают меньше ограничений на рынке облигаций по сравнению с другими эмитентами. Так, регистрация и обращение банковских облигаций регулируется ЦБР (для остальных эмитентов - ФКЦБ). В частности, если облигации, по мнению ФКЦБ, выкуплены эмитентом, то они считаются погашенными и не могут быть повторно проданы инвесторам, то на банки это требование не распространяется. В результате при выпуске облигаций с офертой банки несут меньший риск по сравнению с компаниями. Кроме того, большинство банков обладают технологиями использования облигаций в кредитовании, операциях репо и другими преимуществами при работе с облигациями, что часто недоступно другим эмитентам на рынке облигаций.

Наилучшим подтверждением того, что рынок корпоративных и банковских облигаций имеет большие перспективы роста и нормального развития, несмотря на существующие ограничения, является рост облигационных займов, их структура становится разнообразной и

¹⁰⁰ «Как предприятиям привлечь инвестиции?»//РЦБ №7, 2002г.

адаптированной к потребностям инвесторов. По мнению экспертов, количество эмитентов к 2003г. может увеличиться как минимум вдвое по сравнению с концом 2001г., а посредством негосударственных облигаций уже в обозримой перспективе можно привлекать до 4-5 млрд. долл. ежегодно¹⁰¹. Соответственно это увеличит диверсификацию портфелей уже присутствующих на рынке банков, а также увеличит и количество участников рынка, т.к. одновременно с появлением новых эмитентов расширится круг банков – организаторов и андеррайтеров этих займов. Рост доходности, объемов рынка банковских облигаций продолжится во втором полугодии этого года. Именно высокая ликвидность должна привлечь на этот рынок дополнительных игроков, как-то: страховые компании, инвестиционные фонды, небольшие банки и т.п. В случае обеспечения приемлемой ликвидности облигации вскоре займут подобающее место в ряду синдицированных, межбанковских кредитов.

В качестве возможного ориентира для оценки потенциальной емкости рынка корпоративных и банковских облигаций могут служить средства на корсчетах коммерческих банков в ЦБР, которые достигли 80 млрд. рублей¹⁰². По некоторым оценкам, примерно треть этого объема может быть инвестирована в корпоративные облигации. Кроме того, ожидаемый облигационный бум на рынке связан и с чисто техническими положительными изменениями: утверждением новых стандартов эмиссии корпоративных облигаций ФКЦБ России, а также планируемым снижением налога на операции с ценными бумагами. По оценкам НФА, в случае снижения данного налога до 0,4% объем эмиссии корпоративных и банковских облигаций сразу возрастет, как минимум, в 2 раза. Для роста количества эмитентов-банков может понадобиться еще и рост процентных ставок на рынке до такой ситуации, когда расходы на эмиссию будут менее значимы, чем затраты по уплате ФОРа.

С этого года добавился еще и фактор Пенсионного фонда (ПФ), которому необходимо размещать в финансовые инструменты поступающую на его счета накопительную часть пенсионных взносов. Это большие деньги - ПФ уже сейчас располагает 6-7 млрд. рублей для инвестирования, помимо тех 3,5 млрд. рублей, которые он уже вложил в государственные бумаги. В принципе это с лихвой покрывает нужды правительства и еще больше ослабляет его заинтересованность в выпуске новых займов, но это не устраивает ПФ - ему подходит доходность не ниже 17%. При этом корпоративные, банковские облигации – потенциально «идеальный» инструмент для пенсионных фондов. Они более доходны, чем ГКО, кроме того, в настоящее время по многим займам принята схема расчета купона, предусматривающая зависимость купонной ставки от уровня доходностей на вторичном рынке

¹⁰¹ Материалы конференции «Российский рынок корпоративного долга», 08.02.2002г. (22)

ГКО-ОФЗ. Это дает возможность инвесторам не проводить активных операций, получая достаточно высокий доход.

Несмотря на достаточно высокую привлекательность негосударственных облигаций как инструмента вложений, пока они не получили значительного распространения у ПИФов и НПФ, а по ПФ пока законодательно не отрегулированы. Однако потенциально российские институты коллективного инвестирования могут предъявить значительно больший спрос на корпоративные облигации. Инвестиционные декларации многих фондов позволяют им осуществлять вложения в негосударственные облигации, поэтому по мере развития рынка, особенно роста ликвидности вторичного рынка и сохранения доходности на высоком уровне, можно ожидать увеличение вложений ПИФов и НПФ в этот инструмент. Теоретически только институциональные инвесторы (пенсионные и паевые фонды, страховые компании) могли бы вкладывать в высоконадежные облигации первоклассных эмитентов не менее 3 млрд. долл. в год.

В долгосрочной перспективе в условиях стабильности финансовой системы страны и предсказуемого курса рубля, по мере роста информационной открытости реально рассчитывать также на привлечение средств широких слоев населения, финансовые возможности которого по вложению в отечественные ценные бумаги предприятий и банков оцениваются экспертами не менее чем в 10-15 млрд. долл.¹⁰³ Для этой группы инвесторов интерес могут представить долгосрочные облигации с доходностью, привязанной к уровню инфляции.

Тем временем в ожидании перспективного роста рынка облигаций вся российская банковская система продолжает испытывать сильный дефицит длинных ресурсов для кредитования клиентов. Снижение процентных ставок на Западе сыграло на руку российским банкам, и в обозримом будущем круг российских компаний и банков, которые привлекают средства с Запада, очень заметно расширится. Активность российских компаний и банков на международном рынке капиталов возрастает сейчас с каждым месяцем. Только в марте этого года они привлекли синдицированные кредиты и разместили еврооблигации на сумму около 1 млрд. долл.¹⁰⁴ Это объясняется тем, что для развития крупным российским компаниям требуются значительные ресурсы, которые крайне сложно привлечь внутри России. При этом трудно найти российский банк, способный удовлетворить запросы крупного клиента в финансовых ресурсах на 2-3 года по приемлемым ставкам. Конечно, банки уровня Сбербанка или Внешторгбанка еще могут предоставить кредит в 10 - 50 млн. долл., в ис-

¹⁰² приложение

¹⁰³ Семенова И. «Корпоративные облигации – новый этап в развитии компании»//РЦБ №7, 2001г.

¹⁰⁴ «Новая мода – российские банки собираются размещать еврооблигации»//Ведомости, 18.03.2002г. (51)

ключительных случаях и более 100 млн. долл. Но для большинства других банков это неподъемные деньги. К сожалению, российские банки еще не готовы сами к финансированию долгосрочных проектов сроком реализации 2 года и более, поэтому вынуждены в отсутствие развитого внутреннего облигационного рынка привлекать западные средства.

Сейчас сложились вполне привлекательные условия для привлечения капитала с западных рынков. Замедление темпов роста экономики в западных странах и затянувшийся финансовый кризис в Латинской Америке заставили зарубежных инвесторов искать новые сферы для вложения средств, в том числе российские банки и предприятия. Кредитные ставки в странах Запада, прежде всего в США, резко снизились. Учетная ставка достигла минимальной за последние 40 лет величины - 1,75% годовых. Одномесячные ставки LIBOR (в долларах) составляют менее 2% годовых.

Наиболее простой способ привлечения зарубежного капитала - синдицированные кредиты. В этом случае и времени на организацию займа требуется меньше, и первоначальные затраты ниже. Однако и сроки, на которые они предоставляются, не особенно велики - один-два года. При этом не для всех заемщиков удобно погашать кредит частями и таким образом изымать из оборота необходимые средства. Еврооблигации - более долгосрочный вид финансирования западными инвесторами, но и требования к раскрытию информации здесь заметно выше, чем при синдицированных займах. Кроме того, процесс подготовки к размещению евробондов может занять более полугода. Так, в 1996 – 1998гг. было осуществлено несколько выпусков корпоративных еврооблигаций. Объем привлеченных ресурсов колебался от 25 до 350 млн. долл. Первым на этот рынок в ноябре 1996г. вышел Автобанк, выпустивший облигации на сумму 25 млн. долл. сроком обращения полгода. Затем последовали выпуски облигаций ОНЭКСИМбанка (50 млн. долл. на 3 года) и Инкомбанка (200 млн. долл. на полгода). В июле 1997г. свои эмиссии провели сразу 3 банка: Альфа-Банк (175 млн. долл. на 3 года), СБС-Агро (200 млн. долл. на 3 года), банк Российский Кредит (200 млн. долл. на 2 года), Внешторгбанк¹⁰⁵. Первым после кризиса 1998г. евробонды на 200 млн. евро в этом году успешно разместил Газпромбанк, а теперь его примеру хотят последовать и другие. Крупные российские банки вновь собрались на рынок внешних заимствований (МДМ-банка, Альфа-банка и банка "Зенит").

Наивысшим достижением компании можно считать размещение ценных бумаг на Нью-Йоркской фондовой бирже в виде ADR третьего уровня. Пока этим могут похвастаться лишь единицы, но, судя по всему, к концу года этот процесс начнет набирать силу (соот-

¹⁰⁵ «Новая мода – российские банки собираются размещать еврооблигации»//Ведомости, 18.03.2002г. (51)

ветствующие заявления сделаны Сбербанком). Банкиров подталкивает к этому растущий внутренний спрос на долгосрочные кредиты и понимание огромных потенциальных возможностей привлечения ресурсов через рынок банковских облигаций. Однако такую тенденцию экспансии на международный фондовый рынок (еврооблигации, ADR) можно расценивать отрицательно для российского рынка корпоративных и банковских облигаций, т.к. ориентир крупнейших, имеющих высокий рейтинг банков-эмитентов на западные рынки сужает емкость российского рынка облигаций (своего рода уход торговой активности), а российские инвесторы, в т.ч. в лице тех же самых банков, лишаются ликвидного рынка рублевых долговых бумаг. Более того, идет другой не менее противоречивый процесс - крупнейшие заемщики видят все меньше причин работать с российскими банками как финансовыми посредниками при кредитовании. В результате российская банковская система сталкивается с проблемой, которая традиционно более характерна для значительно более развитых финансовых систем - отказом клиентов от посредничества банков в кредитовании (дезинтермедиация). По оценке РА Интерфакс, до половины потребности российской экономики в кредитных ресурсах удовлетворяется прямыми кредитами иностранных банков. Иными словами, в условиях огромного потенциала роста рынка облигаций надо быстро решать проблемы, ограничивающие его развитие, и создать оптимальные условия, как для эмитентов, так и для инвесторов.

Что было бы полезно сделать уже сейчас для реализации имеющегося внутреннего инвестиционного потенциала рынка банковских облигаций:

1. Упрощение процедуры выпуска корпоративных облигаций, в частности предоставление большего оперативного простора эмитентам путем регистрации не каждой эмиссии облигаций, а долгосрочной программы выпуска облигаций, в рамках которой эмитенты получали бы определенную свободу действий. После регистрации программы, эмитент может размещать облигации отдельными краткосрочными траншами, объемы, сроки и цены размещения которых он определяет непосредственно перед их выпусками;
2. Отнесение на себестоимость всех затрат эмитента, связанных с подготовкой, эмиссией, размещением и обслуживанием облигационных выпусков;
3. Значительное снижение либо отказ от налога на эмиссию ценных бумаг;
4. Приведение налогообложения по корпоративным и банковским облигациям в соответствие с налогообложением государственных облигаций;
5. Перевод системы бухгалтерского учета банков на международные стандарты;

6. Повышение качества менеджмента банков и увеличение информационной прозрачности эмитентов;
7. Информационное освещение выпусков облигаций и текущей ситуации на рынке;
8. Внедрение национальной системы рейтингов, включая обязательность взаимодействия банков-эмитентов облигаций с рейтинговыми агентствами;
9. Создание специализированных торговых систем (дочерних структур биржи), ориентированных на операциях мелких розничных инвесторов с облигациями (с созданием розничных подразделений у брокеров-дилеров);
10. Использование виртуальной сети как площадки для размещения облигаций российских эмитентов. Заявки на покупку облигаций передаются на биржу через Интернет и автоматически исполняются;
11. Учреждение специализированных «фондов корпоративных облигаций». В России до сих пор нет аналогов западным взаимным фондам денежного рынка, которые могли бы быть востребованными российским инвестором, и стали бы одним из основных инвесторов в корпоративные, банковские облигации.

Перечисленные выше шаги по совершенствованию российского рынка корпоративных и банковских облигаций приблизят нашу страну к ряду цивилизованных, где подобные прецеденты уже давно не являются новостью. Кроме того, это может послужить детонатором для стремительно роста рынка негосударственных облигаций, создав базу для качественно нового подъема всего российского рынка ценных бумаг.

Заключение

Обобщая информацию всех глав, можно сделать вывод, что облигационный заем является одним из самых эффективных инструментов оперативного привлечения финансирования банками, учитывая благоприятную конъюнктуру российского рынка долговых обязательств. За последние два года многие ведущие российские банки воспользовались эмиссией собственных облигаций как удобным средством покрытия возникших потребностей в денежных средствах заемными ресурсами по рыночным ставкам, что позволило российскому рынку корпоративных облигаций стать достаточно емким и ликвидным сегментом финансового рынка. Дальнейший рост банковского финансирования реального сектора возможен лишь при условии увеличения объемов долгосрочных вкладов, но рост этот имеет свои ограничения. И судя по всему, возможности банковского сектора по кредитованию экономики уже приближаются к своему максимуму. Реальным выходом из этого круга может стать развитие рынка банковских облигаций и ориентир банков на публичное привлечение длинных ресурсов.

Инвесторы же получили краткосрочный публичный инструмент с фиксированным доходом, вносящий стабильность и неплохую прибыль в инвестиционные портфели. Параллельно развивается инфраструктура данного рынка в поддержку эмитентов облигаций и в помощь инвесторам. Государство также участвует в развитии рынка корпоративных и банковских облигаций, т.к. этот процесс обеспечит приток денег в реальный сектор, будет способствовать перераспределению средств с валютного сегмента финансового рынка в рынок рублевых долговых инструментов и росту налоговых поступлений. Другими словами, автор дипломной попытался показать, что наш рынок не может гармонично развиваться без использования такого финансового инструмента, как банковская облигация. Данный вывод был подкреплён мнением многих авторитетных банковских специалистов в области облигационных займов, полученный в ходе социологического исследования автора на тему «Российский рынок банковских облигаций в оценках экспертов» (см. приложение).

Второй вывод состоит в том, что российский рынок корпоративных и банковских бондов находится на своем начальном этапе становления, имея большие перспективы развития. На сегодняшний день пока не сложились четкие контуры российской модели финансового рынка, продолжается процесс формирования наиболее подходящей системы рынка ценных бумаг исходя из зарубежного опыта. При этом проявляется сильная тенденция перехода российского рынка ценных бумаг к германской модели. В скором времени преобладание долгового финансирования станет основной характеристикой российского рынка

ценных бумаг, и банки будут играть все большую роль на рынке ценных бумаг в качестве эмитентов и инвесторов. Тем более, что на данный момент можно говорить о быстрорастущем рынке долгового финансирования, к деятельности которого в последнее время при­сматриваются лучшие инвестиционные банки, поскольку видят в нем наиболее перспективный сегмент российского рынка ценных бумаг. В любом случае еще в течение 8-10 лет на российском рынке будет происходить формирование этого сегмента и становление общепризнанных моделей его организации, а также преобразование ныне существующих форм выпуска облигаций и приближение их к международным стандартам. Размеры российской экономики позволяют в более отдаленном будущем рассчитывать на крупную рыночную нишу на мировых рынках в части долговых ценных бумаг.

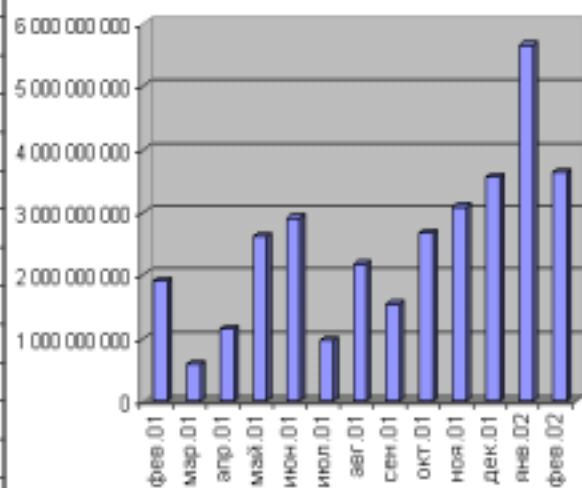
Приложение

Объем сегментов финансового рынка (млн. руб.)		
	28.02.02	31.01.02
Капитализация рынка акций (РТС + Газпром)	2 905 047	2 800 789
Объем рынка государственных облигаций (по номиналу)	155 053	158 919
Объем рынка корпоративных облигаций (по номиналу, размещенные выпуски)	71 826	69 367
в.т.ч. "рыночные выпуски"	42 463	40 005
	01.12.01	01.11.01
Объем банковских векселей	231 271	229 940
Банковские кредиты предприятиям	1 111 382	1 053 034
Вложение банков в корпоративные облигации (строка "прочие долговые инструменты")	12 213	9 273
Оборот сегментов финансового рынка (млн. руб.)		
	фев.02	январь.02
ГКО, ОФЗ (данные НАФИ)		
Субфедеральные займы (данные Сbonds.ru)		2 138,7
Акции (данные НАФИ)		78 707,8
Корпоративные облигации (данные Сbonds.ru)	3 631,3	5 657,5
Инвестиционный потенциал (млн. руб.)		
	28.02.02	31.01.02
Остатки средств на корсчетах банков	78 460	76 204
Стоимость чистых активов ПИФов	10 458	10 367
	01.02.01	01.07.01
Резервы НПФ	34 000	18 700

Приложение 2

Вторичный рынок: сводные показатели

Месяц	Объем торгов	Количество сделок	Количество торгуемых бумаг
фев 01	1 908 240 566	135	12
мар 01	592 680 802	251	12
апр 01	1 143 647 846	377	17
май 01	2 625 047 376	575	30
июн 01	2 911 568 302	704	32
июл 01	974 239 206	502	39
авг 01	2 179 394 355	938	40
сен 01	1 541 866 571	873	44
окт 01	2 675 047 678	1 378	49
ноя 01	3 085 151 719	1 350	60
дек 01	3 555 846 196	1 355	62
январь 02	5 657 548 090	1 469	58
фев 02	3 631 301 661	1 581	61

Объемы торгов корпоративными облигациями

Размещенные эмиссии банковских облигаций: "рыночные" выпуски

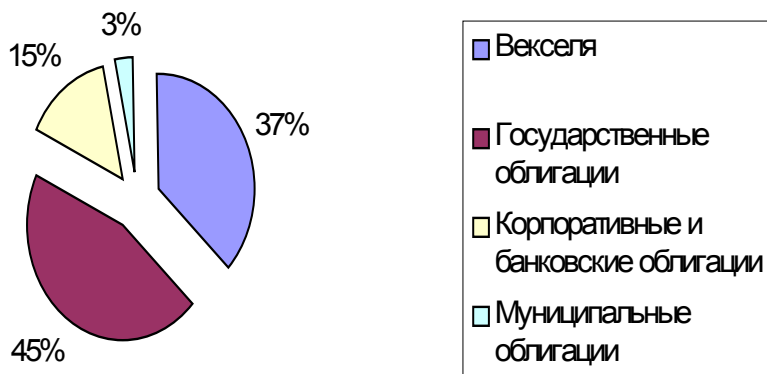
Эмитент	Вид	Госуд рег.№	Объ- ем, млн. руб.	Дата начала разме- щения	Дата погаше- ния	Агенты	Дата бли- жайшей оферты	Цена оферты, % от номи- нала
Интерпром- банк, 01	про- цент ные	201032 668	200	30.04.02	25.04.03	ИБГ Ни- койл	30.06.02	-
Кредит Свисс Ферст Бостон (КСФБ), 01	про- цент ные (7%)	4-01- 36001- R	2 000	19.12.00	20.12.02	КСФБ	16.04.02	111,87
Кредит Свисс Ферст Бостон (КСФБ), 02	про- цент ные (10%)	4-02- 360001 -R	2 000 000	03.01.02	12.01.05	КСФБ	12.07.02	-
АКБ «Мос- ковский Де- ловой Мир», 01	дис- конт ные	201023 61B	170	06.04.00	06.10.00	АКБ «Мос- ковский Деловой Мир» (ОАО)	-	83.33
АКБ «Мос- ковский Де- ловой Мир», 02	дис- конт ные	202023 61B	197	02.11.00	02.02.01	АКБ «Мос- ковский Деловой Мир»	-	94.41
АКБ «Новая Москва» (НОМОС), 05	про- цент ные	205022 09B	500	15.02.01	15.02.02	АКБ «Новая Москва», ВЭБ	-	110

АКБ «Новая Москва» (НОМОС), 06	процентные	206022 09В	800	21.02.02	16.08.07	АКБ «Новая Москва»,	23.08.02	99
АКБ «Пробизнесбанк» (ОАО), 01	дисконтные	201024 12В	150	06.06.00	06.06.01	ИГ «Русские фонды»	-	90.82
АКБ «Пробизнесбанк» (ОАО), 02	процентные (18%)	202024 12В	100	06.11.01	05.05.02	АКБ «Пробизнесбанк» (ОАО)	-	-
АКБ «Промсвязьбанк», 01	дисконтные	201032 51В	150	25.01.01	25.07.01	АКБ «Промсвязьбанк»	-	89.86
АКБ «Промсвязьбанк», 02	дисконтные	202032 51В	300	23.01.02	25.01.03	АКБ «Промсвязьбанк»	24.04.02	85.93
Банк внешней торговли, 01	дисконтные	201010 00В	1 000	22.05.00	25.05.02	Банк внешней торговли	-	-
Банк внешней торговли, 02	дисконтные	202010 00В	1 000	23.04.02	23.04.04	Ситибанк, ИНГ Банк (Евразия), J.P.Morgan	23.10.02	5.75 (в валюте)
ЗАО «Банк Русский Стандарт», 01	процентные 12,2%	201022 898В	500	13.11.01	29.10.04	ИК «Тройкадиалог»	-	-
Уралсиб	про-	201022	1 000	11.07.01	04.11.02	Ренес-	23.06.02	99.4

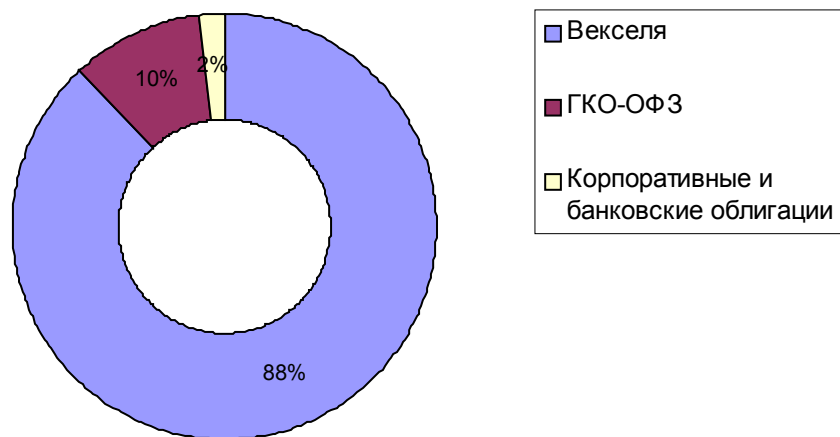
(ОАО «Баш- кредитбанк»), 01	цент ные	75В				санс Ка- питал, Авто- банк, Ак- корд- инвест		
АКБ «Аван- гард»	про- цент ные	201028 79В	300 000	07.03.02	07.03.04	МДМ- Банк	-	-

Источник: таблица составлена автором по данным www.cbonds.ru

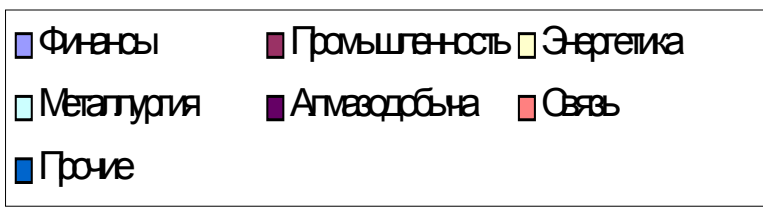
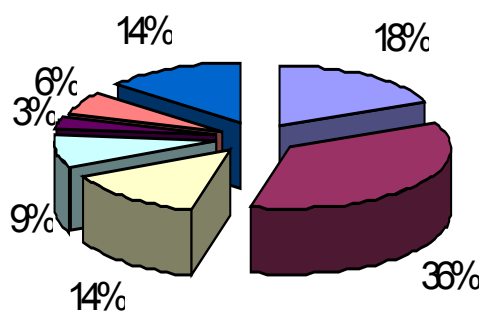
Структура долгового рынка России по объему выпущенных обязательств (конец 2001г.)



Структура оборота долгового рынка России (конец 2001г.)



Роль облигаций банков в России



Выпуск корпоративных долговых ценных бумаг на иностранных рынках

Страна	Объем долговых обязательств, млрд. долл.			
	1998 год сентябрь	1999 год декабрь	2000 год июнь	2000 год сентябрь
США	2,079.5	2,235.6	2,362.7	2,404.7
Япония	680.1	813,4	759.5	732.8
Великобритания	115.4	148.8	149.4	161.0
Южная Корея	101.9	105.1	116.9	120.8
Франция	83.3	102.2	109.3	109.3
Канада	51.3	63.7	66.9	66.9
Австралия	35.9	47.3	48.1	46.0
Швейцария	34.2	29.9	29.6	23.6
Россия	11.3	11.0	11.0	10.4

Источник: BIS Quarterly Review, March 2001 , <http://www.bis.org>

Сравнительный анализ биржевых оборотов по долговым ценным бумагам российского и иностранных рынков, млрд. долл.

Рос- сия, ММВ Б	ГКО/О ФЗ	Облига- ции Банка России	Облигации субъектов РФ	Корпоратив- ные облига- ции	Итого:
1993	0,1	-	-	-	0,1
1994	5,0	-	-	-	5,0
1995	35,7	-	-	-	35,7
1996	130,1	-	-	0,2	130,3
1997	151,6	-	0,1	0,2	152,4
1998	52,8	-	0,03	0,1	53,0
1999	4,3	0,3	0	0,03	4,6
2000	5,9-6,0	0	0	2,5-2,7	8,4-8,7

	Иностранные рынки корпоративных облигаций, млрд. долл.								
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Финлян- дия (Хельсин- ки)	10,4	0,4	0,2	0,1	0,1	0,07	0,05	0,01	0,02
Австрия (Вена)	0,6	0,6	0,9	0,9	0,6	0,5	0,4	0,3	0,15
Польша (Варшава)	0,1	0,5	4,0	3,0	2,0	1,2	0,6	0,5	0,6

Чехия (Прага)	0,1	0,7	2,6	5,2	12,5	22,9	28,5	25,5	48,9
Венгрия (Буда- пешт)	0,7	0,5	0,3	1,0	4,9	11,2	12,9	2,4	2,4
Турция (Стамбул)	10,9	8,7	15,7	32,3	35,1	67,5	82,2	263,8	33,2
Португа- лия (Лис- сабон)	13,6	18,9	14,4	14,6	12,9	6,9	3,8	2,5	1,4
Греция (Афины)	35,2	20,7	0,01	0,01	0,1	0,4	0,01	0,02	0,02
Бельгия (Брюс- сель)	1,8	0,1	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4

Источник: извлечение из рукописи Я.М. Миркина «Рынок ценных бумаг Рос-
сии»

Сравнительный анализ российского и иностранных долговых рынков по объему непогашенных долговых обязательств на внутреннем рынке, млрд. долл.

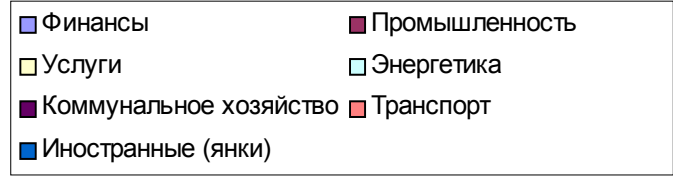
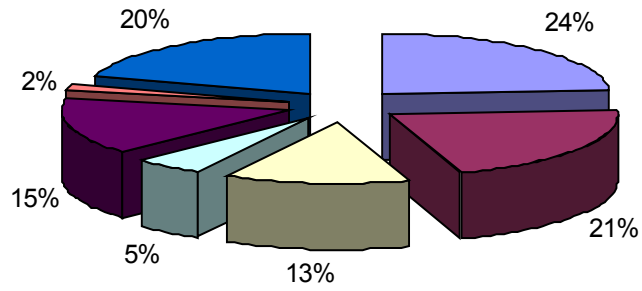
Россия	Всего, в т.ч.:	ГКО/ОФЗ	Корпоратив- ные облигации	Депозитные и сберега- тельные сертификаты, облигации банков
1994	6,4	3	0,1	0,1
1995	26	16,5	0,1	0,4
1996	53,2	43,3	0,2	0,8
1997	85,8	73,2	0,3	1,2
1998	27,4	23,8	0,1	0,2
1999	21,8	19,3	0,2	0,3
2000 (ок- тябрь)	21,8	18,6	0,5	0,8

	Непогашенные долговые ценные бумаги на иностранных рынках, млрд. долл.							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Финляндия	78,8	86	84,1	74,9	86,9	77,6	80,9	204
Австрия	123, 5	147,1	144,7	136,8	151,7	149,7	147, 0	400
Польша	н/д.	-	-	25,0	29	27,3	29,4	29,0
Чехия	н/д.	12,1	12,3	12,5	22,4	25,0	24,5	10
Венгрия	н/д.	12,0	15,2	13,8	15,6	16,3	16,0	59
Турция	16,4	21,4	26,5	29,7	37,5	43,0	46,0	100
Португалия	49,9	60,7	64,2	55,9	63,9	61,5	58,5	н/д
Греция	73,4	86,7	100,5	94,8	100,5	89,8	89,0	н/д

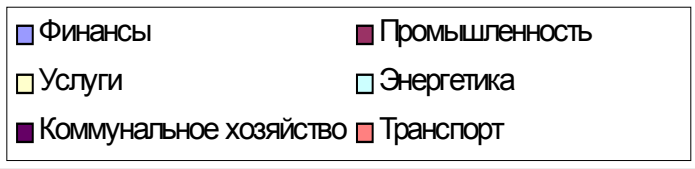
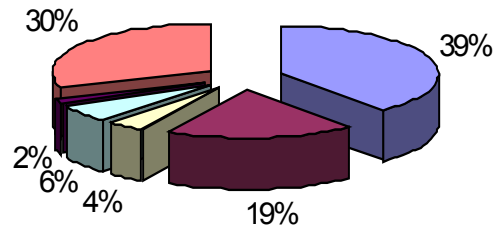
Бельгия	369, 8	426,9	407,3	354	379,8	342,6	334, 7	н/д
---------	-----------	-------	-------	-----	-------	-------	-----------	-----

Источник: извлечение из рукописи Я.М. Миркина «Рынок ценных бумаг России»

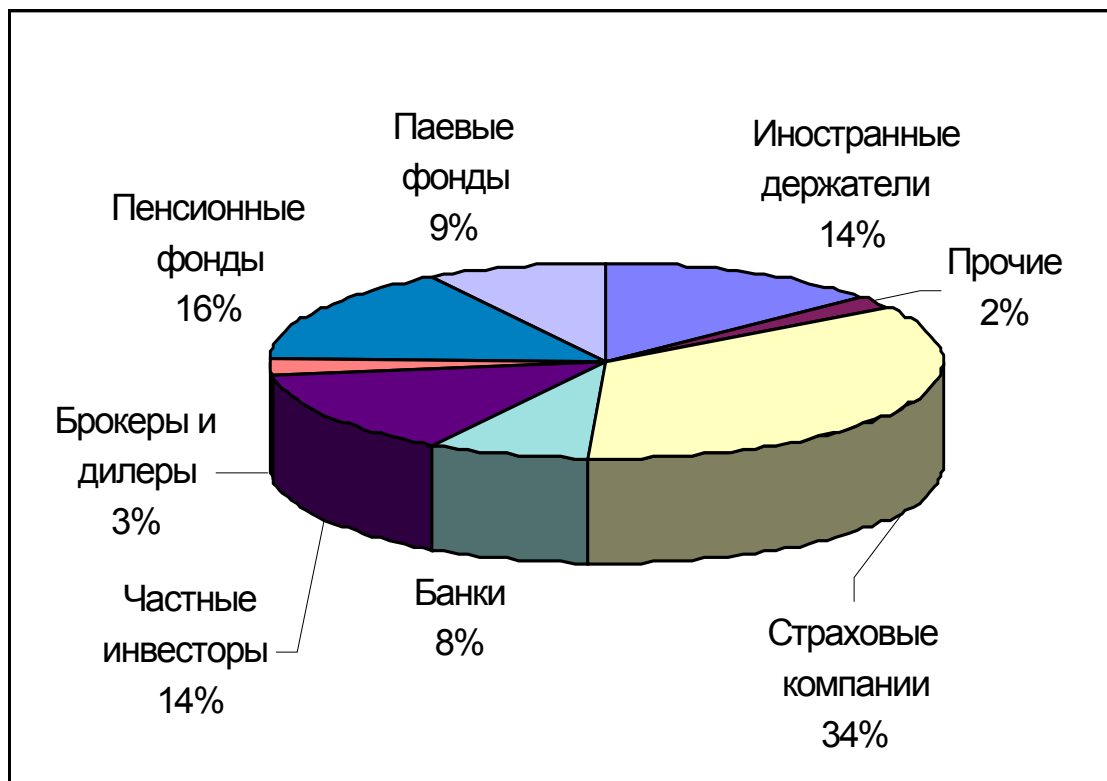
Роль и значение облигаций банков в США



Роль облигаций банков в Европе



Структура держателей корпоративных облигаций в США



Источник: С.Лялин, «Инвестиционные банки на рынке корпоративных облигаций», Март 2001, <http://www.cbonds.ru>

Рейтинг андеррайтеров Cbonds.ru (на 17.01.2002г.):

	Компания	Объем размещенных выпусков, тыс. рублей	Количество эмитентов	Количество выпусков	Размещенные выпуски
1	Банк "Кредит Свисс Ферст Бостон"	3 350 000	2	3	ООО "Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал", ОАО "Тюменская нефтяная компания"(2)
2	Альфа-Банк	3 045 000	5	8	АК "АЛРОСА"(2), ОАО "Сибур", ОАО Объединенные машиностроительные заводы (группа Уралмаш-Ижора)(2), ОАО "Лианозовский молочный комбинат", ОАО "Тюменская нефтяная компания"(2)
3	ИГ Русские Фонды	2 991 666,6	5	22	ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат"(6), ООО "РАБО-Инвест"(4), ОАО Объединенные машиностроительные заводы (группа Урал-

					маш-Ижора)(3), АК "АЛРОСА"(8), Пробизнесбанк
4	Доверительный и Инвестиционный Банк	2 575 000	6	7	ОАО "Аэрофлот-российские авиалинии", АК "АЛРОСА", АО "НИИ молекулярной электроники и завод "Микрон", ЗАО "РТК-ЛИЗИНГ"(2), ООО "Ренессанс Капитал-Финанс", ОАО "Московская городская телефонная сеть"
5	Внешторгбанк	2 350 000	2	3	ОАО "Тюменская нефтяная компания"(2), Внешторгбанк(1)
6	МДМ-Банк	2 000 333,3	7	8	ОАО "Нижнетагильский металлургический комбинат", ОАО "Сибур", ОАО "Башинформсвязь", ОАО "РИТЭК", ОАО "Центртелеком", АК "АЛРОСА", МДМ-Банк(2)
7	Банк Зенит	1 800 000	7	8	АК "АЛРОСА", ОАО "Московская городская телефонная сеть", ОАО "Татнефть" имени В. Д. Шашина, ОАО "Сибур", ОАО "Нижнекамскнефтехим", ОАО "РИТЭК"(2), Баш-

					кредитбанк
8	ИК Тройка Диалог	1 800 000	4	4	ОАО "Нефтегазовая компания "Славнефть", ОАО "Нижнекамскнефтехим", ОАО "Центртелеком", Русский Стандарт
9	ИНГ БАНК ЕВРАЗИЯ	1 350 000	1	2	ОАО "Тюменская нефтяная компания"(2)
10	Райффайзен- банк Австрия	1 300 000	3	3	ОАО "Сибур", ОАО "Центртелеком", ОАО "Тюменская нефтяная компания"
11	ИК Восток- Капитал	1 166 666,67	1	5	АК "АЛРОСА"(5)
12	Федеральная фондовая корпорация	1 000 000	1	1	ОАО "Газпром"
13	Националь- ный резерв- ный банк	1 000 000	1	1	ОАО "Газпром"
14	ИК "Гори- зонт"	1 000 000	1	1	ОАО "Газпром"
15	Внешэко- номбанк	981 000	4	11	ОАО "Аэрофлот- российские авиалинии", ОАО "Магнитогорский ме- таллургический комби- нат"(7), ОАО Объединен- ные машиностроительные заводы (группа Уралмаш- Ижора)(2), НОМОС-БАНК

16	Московский Банк Реконструкции и Развития	575 000	2	2	АООТ "НИИ молекулярной электроники и завод "Микрон", ОАО "Московская городская телефонная сеть"
17	ИК РФЦ	521 000	1	15	ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат"(15)
18	ВБРР	521 000	2	10	ОАО "РИТЭК", ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат"(9)
19	Гута-Банк	495 000	2	3	ОАО "Московская городская телефонная сеть", ОАО Объединенные машиностроительные заводы (группа Уралмаш-Ижора)(2)
20	НОМОС-БАНК	363 000	1	2	НОМОС-БАНК(2)
21	Росбанк	361 000	2	8	ОАО "Аэрофлот-российские авиалинии", ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат"
22	Инвестиционные решения	360 000	1	1	ОАО по производству огнеупоров "Комбинат Магнезит"
23	БФ Грин-Плюс	360 000	1	1	ОАО по производству огнеупоров "Комбинат Магнезит"

24	Ренессанс Капитал	350 000	2	2	ООО "Ренессанс Капитал- Финанс", Башкредитбанк
25	АКБ Авто- банк	350 000	2	2	ООО "Ренессанс Капитал- Финанс", Башкредитбанк
26	МФК	333 333, 3	2	2	ОАО "Нижнекамскнефте- хим", ОАО "РИТЭК"
27	Междуна- родный Мо- сковский Банк	300 000	1	4	ООО "РАБО-Инвест"(4)
28	Аккорд- Инвест	250 000	1	1	Башкредитбанк
29	АКБ Пром- связьбанк	250 000	2	2	ОАО "Краснопресненский сахарорафинадный завод", Промсвязьбанк
30	ИБГ НИ- Койл	240 000	2	2	ООО, зерновая компания "ОГО", ООО "Доминант Трейдинг"
31	ИК "Авиа- Траст- Инвест"	170 000	2	2	ЗАО "Протон-Пермские моторы", ОАО Концерн "Калина"
32	Собинбанк	161 000	1	7	ОАО "Магнитогорский ме- таллургический комби- нат"(7)
33	ТАИФ - ИНВЕСТ	146 978,4	1	2	ОАО "ТАИФ-ТЕЛКОМ"(2)
34	ИК Русские инвесторы	140 000	1	1	ОАО "Русский продукт"
35	ИФК Солид	120 000	2	2	ЗАО "АЛОЙЛ", ОАО

					"Татнефть" имени В. Д. Шашина
36	Объединенная финансовая группа	100 000	1	1	Пробизнесбанк
37	Лукойл-резерв-инвест	100 000	1	1	ООО "Ренессанс Капитал-Финанс"
38	БашКредит-Банк	100 000	1	1	ООО "Ренессанс Капитал-Финанс"
39	Международный Банк Санкт-Петербурга	99 000	1	1	Международный Банк Санкт-Петербурга
40	ИК Элемте	91 000	2	4	Государственное унитарное предприятие связи Управление электрической связи "Таттелеком"(2), ОАО Казанская ГТС(2)
41	ИК ОЛМА	50 000	1	1	ОАО "Таганрогский металлургический завод"
42	ИК АВК	50 000	1	2	ОАО "Пекарь"(2)
43	Банк Ак Барс	50 000	1	3	ОАО "Холдинговая компания "Татнефтепродукт"(3)
44	ИК Регион	15 000	1	1	ОАО Казанская ГТС
45	Промстрой-банк	14 000	1	1	ОАО "Мурманское морское пароходство"
46	Пермская Фондовая	12 500	1	1	ОАО "Стройиндустрия"

	Компания				
47	Парма-Инвест	9 662	1	1	ОАО "Уралсвязьинформ"
48	ФК Регион-Капитал	4 999	1	1	ОАО "Амур-пиво"
49	Восточно-Сибирская фондовая компания	2 700	1	3	ООО "ФАРМГАРАНТ"(3)
50	Уральская корпорация взаимных расчетов	1 000	1	1	ЗАО "Уральская корпорация взаимных расчетов"

Источник: www.cbonds.ru

*Приняты во внимание только т.н. "рыночные" эмиссии облигаций, т.е. размещенные на условиях, не имевших значительных отклонений от действовавших на момент размещения процентных ставок.

**В расчет приняты выпуски, размещение которых завершено по состоянию на конец 2001 года.

Рейтинг надежности эмитентов долговых инструментов:

Группа А+ (Высшая надежность)	
1	Газпром (ОАО)
2	Газпромбанк
3	Зенит Банк
4	Международный Банк Санкт-Петербурга
5	Межтопэнергобанк
6	НИКойл ИБГ
7	Сбербанк России
Группа А (Очень высокая надежность)	
1	АК БАРС АКБ
2	Альфа-Банк
3	Банк Санкт-Петербург
4	Внешторгбанк
5	Внешэкономбанк
6	Газэнергопромбанк
7	Евротраст АКБ
8	Еврофинанс
9	ИМПЭКСБАНК
10	МДМ-БАНК
11	ММК ОАО
12	Национальный банк раз- вития
13	Нефтяной КБ

14	НОМОС-БАНК
15	ОРГРЭС-БАНК
16	Промсвязьбанк
17	Промстройбанк СПб
18	Ренессанс Капитал ООО
19	Росбанк
20	Северсталь
21	Сибнефть
22	Транскредитбанк
23	Тюменская нефтяная компания

Группа В+ (Высокая надежность)	
1	АБСОЛЮТ БАНК
2	Авангард
3	Автобанк
4	Банк Москвы
5	Башкредитбанк
6	БИН-банк
7	Гута-банк
8	ИАПО
9	Интеркредит
10	Казанская ГТС ОАО
11	Концерн Калина ОАО
12	ЛУКОЙЛ НК ОАО
13	Менатеп СПб
14	Московский Индустриальный

	Банк
15	Мосэнерго ОАО
16	Нефтяной альянс АКБ
17	Нижнекамскнефтехим
18	Норильский никель
19	Норильский никель ГМК
20	Объединенные машиностроительные заводы
21	Пробизнесбанк
22	Славнефть НГК ОАО
23	Татнефть ОАО
24	Тюменьэнерго ОАО
25	Финансторгбанк
26	ЦентроКредит АКБ
Группа В (Достаточная надежность)	
1	Аэрофлот ОАО
2	Банк Церих
3	Башинформсвязь ОАО
4	Держава АКБ
5	Детский мир
6	ИНГОССТРАХ-СОЮЗ АКБ
7	Конверсбанк
8	Ланта-Банк КБ
9	ЛОКО-БАНК КБ
10	МГТС ОАО
11	Межпромбанк
12	ОПТ-банк

13	Пекарь ОАО
14	Республиканский банк
15	Русский продукт ОАО
16	Севергазбанк
17	Северная нефть
18	Сибирско- Уральская алюми- невая компания ОАО
19	Славянский банк
20	Собинбанк
21	Таганрогский металлургический завод ОАО
22	Уралвнешторгбанк
23	Центртелеком

Группа С+ (Средняя надежность)	
1	АВТОВАЗ ОАО
2	Алроса ЗАО
3	Лианозовский молкомбанат ОАО
4	Международная Финансовая Компания АКБ
5	Межрегиональный инвестиционный банк
6	Микрон АООТ
7	Михайловский ГОК ОАО
8	Олимпийский КБ
9	Промышленный экспортно-импортный банк (АКБ) (Промэксимбанк)

10	Протон-ПМ ОАО
11	РИТЭК ОАО
12	РТК-Лизинг ОАО
13	ТАИФ-ТЕЛЕКОМ ОАО
14	Штерн Цемент ОАО
Группа С (Надежность ниже среднего)	
1	Альфа-ЭКО М
2	КМБ-Банк (Банк кредитования малого бизнеса)
3	Мечел
4	Московский комбинат хлебопродуктов ОАО
5	Нижнетагильский металлургический комбинат
6	Нижнекамскшина
7	Сибур

*Система комплексного раскрытия информации СКРИН.ру РТС по результатам анализа финансовой отчетности за третий квартал 2001 года.

**В итоговый рейтинг были включены 100 наиболее надежных компаний, имеющих обращающиеся на рынке долговые инструменты – 56 банков, 43 производственных предприятия и 1 инвестиционная компания.

***Рейтинг строится на основе расчета интегральной оценки надежности. Максимально достижимая оценка 100 баллов. Оценка рассчитывается исходя из значений четырех групп показателей (в скобках указан вес показателя в интегральной оценке):

- Финансовое состояние (40%)
- Ликвидность долговых ценных бумаг (векселя, облигации) (25%)
- Уровень корпоративного управления (10%)
- Кредитная история (25%)

А+	Высшая надежность
А	Очень высокая надежность
В+	Высокая надежность
В	Достаточная надежность
С+	Средняя надежность
С	Надежность ниже среднего

Источник: www.rts.ru

Аналитический раздел программы социологического исследования*Вид анализируемого документа:*

По статусу – анкета, составленная автором социологического исследования и используемая для персонального экспертного опроса в форме раздаточного анкетирования по месту работы экспертов, а также по месту обучения (Институт повышения квалификации Финансовой академии).

По способу фиксации содержания - печатный бланк

По форме изложения - сводная статистика по результатам экспертного опроса

Вид используемого анализа:

Традиционный – внешний и внутренний анализ содержания анкет, выявляющий актуальность, проблемность ситуации.

Количественно-качественный (контент-анализ) – сочетание количественного подсчета в анализируемых анкетах частоты повторения признака (единицы измерения), и качественного анализа этой информации. В результате такого изучения экспертного мнения респондентов автором получена качественно новая информация по текущей ситуации и перспектив российского рынка банковских облигаций.

Подбор и формулировка социальных показателей. Интерпретация эмпирических данных, аналитическое обобщение:

Для экспертной оценки текущего состояния и перспектив развития российского рынка банковских облигаций было проведено социологическое исследование, в котором приняли участие 35 специалистов из около 20 банков и инвестиционных компаний России. Можно отметить Внешторгбанк, Автобанк, Международный Московский банк, Гута-Банк, ИК «Регион», ИК «Русские фонды», Уралсиб. Кроме того, в исследовании приняли участие уча-

щиеся Института повышения квалификации Финансовой академии, имеющие соответствующую специализацию и опыт работы.

По расчетам автора объем выборочной совокупности составлял 27-54 человека или 1-2 специалиста по облигационным выпускам из 27 банков и инвестиционных компаний. Анкеты были разосланы по почте с сопроводительным письмом на имя высших должностных лиц банков, инвестиционных компаний за подписью проф. Г.Г. Силласте. Возврат анкет составил 65%, что достаточно хороший результат с учетом способа взаимодействия с респондентами. Данный факт обусловлен точностью выборки и желанием, готовностью специалистов высказывать свое мнение. В связи с узостью круга специалистов в данной области и неразвитостью данного сегмента рынка ценных бумаг России число полученных анкет можно считать достаточным для получения сигнальной информации и репрезентативных показателей.

Социальный портрет экспертной группы:

Опрошенные эксперты достаточно молоды (54,3% до 30 лет; 45,7% от 30 до 50 лет), что характеризует молодость самого рынка и его перспективность при накоплении знаний и опыта у сегодняшних начинающих специалистов. При этом на этом рынке работают лучшие из лучших, т.к. 97,1% всех опрошенных имеют по крайней мере одно высшее образование, что также дает повод для оптимистических прогнозов развития рынка банковских облигаций.

Несмотря на возраст, уровень образования и общее мнение о «хорошей жизни» банкиров и менеджеров инвестиционных компаний, их собственные оценки уровня личного благосостояния в абсолютном большинстве (82,2% всех опрошенных) оказались средние. Можно предположить, что времена беспредела алчных аферистов и недоучек на финансовом рынке России прошли, их сменяют профессионалы из среднего класса, знающие как работать с деньгами, а не наживаться на них.

Большинство экспертов работают в частных банках (68,6%), около 17% из инвестиционных компаний, минимальны участия на рынке банковских облигаций государственных (8,6%) и иностранных (5,7%) банков. Этот факт подтверждают и статистические данные: именно частные банки и инвестиционные компании чаще всех участвуют в первичном размещении облигаций, организации их вторичного обращения и пр. (см. методический раздел).

В связи с адресностью опроса среди респондентов почти 83% не понаслышке знакомы с ситуацией на рынке банковских облигаций, а их оценки перспектив реально предопределяют будущее данного рынка.

Как известно развитость и перспективы рынка ценных бумаг полностью зависят от экономической ситуации в стране, т.к. это особый сегмент экономической системы. С улучшением экономической ситуации в стране активизируется и рынок ценных бумаг, растут обороты бирж и объемы привлекаемых ресурсов эмитентами ценных бумаг. Аналогична ситуация с рынком банковских облигаций, взаимосвязанной и обусловливаемой положением банковской системы. Рост доверия к российской банковской системе, оценок надежности инвесторов, естественно, напрямую влияют на рынок банковских облигаций. Так, по результатам опроса менее половины экспертов (48,6%) считают, что банковская система после кризиса 1998 года лишь частично восстановила доверие инвесторов. Еще 17,1% опрошенных убеждены в скором восстановлении доверия, а вместе с 2,9% затруднившихся ответить получается, что большинство (69%) согласны с тем, что доверие можно легко потерять, но трудно восстановить. Несмотря на опубликованные в прессе числовые данные по банковской системе, свидетельствующие о полном восстановлении ресурсной базы, рентабельности банков России, инвесторы еще помнят кризис и опасаются расширять свое взаимодействие с банками, в т.ч. по банковским облигациям.

По данным опроса установлено, что банки и инвестиционные компании на рынке банковских облигаций осуществляют следующие основные операции:

Рейтинг	Вид операции
1	обеспечение и поддержка продаж (купля-продажа)
2	организация эмиссии
3	гарантирование, консультирование

Из таблицы видно, что многие участники рынка банковских облигаций имеют психологию краткосрочных операторов, играя на разнице в доходности и внося элемент нестабильности. Рынок корпоративных облигаций сейчас очень ликвиден, да еще и доходность высокая, некоторые участники стали использовать его вместо межбанковского рынка для регулирования своей ликвидности, фондируются тоже на нем, что при сохранение такой перекошенной конструкции рынка может повлечь дефолты. Недостаточно развиты операции по гарантированию эмиссий и консультированию, служащие в определенной мере в качестве защиты интересов инвесторов.

Слабо организована работа с облигациями в банках и инвестиционных компаниях. Так, 54,3% опрошенных экспертов признают, что весь рынок облигаций у них охвачен од-

ним или несколькими специалистами, отдельные подразделения по работе с облигациями имеют место только в трети финансовых институтов - участниках опроса. Во многих банках и инвестиционных компаниях вообще отсутствуют специалисты в данной области, что крайне отрицательно сказывается на качество проводимых операций на рынке и снижает эффективность всего рынка банковских облигаций. Кроме того, отсутствие специалистов является одним из важнейших факторов низкой доли ценных бумаг в пассивах банков и инвестиционных компаний. Основными источниками средств банков и инвестиционных компаний, по мнению опрошенных, оказались средства на депозитных (брокерских) счетах, высока доля собственного капитала и фондов. В то же время выпуск ценных бумаг недооценивается как источник значительных ресурсов, обходящийся намного дешевле, чем кредиты. В целях диверсификации пассивов и повышении прибыльности желательно было бы менеджменту финансовых институтов рассмотреть возможность выпуска собственных облигаций.

Наиболее популярными видами выпускаемых ценных бумаг (при их наличии) по итогам опроса оказались векселя, которые в отличие от облигаций менее прозрачны (много нечистых схем), малоликвидны и затратны для эмитента. Далее по значимости находятся депозитные сертификаты, которые также связаны со многими ограничениями по выпуску и обращению. Только на третьем месте по популярности оказались облигации, снимающие вышеперечисленные минусы (см. актуальность исследования). Конечно, облигации имеют и свои минусы, но их рынок потенциально более широк, цивилизован и безопасен как для эмитента, так и для инвестора. Тем более, что респонденты выделили надежность как основную характеристику облигаций, имеющих определяющее значение при выборе инвестором облигации как объекта для инвестирования. Это достигается краткосрочностью облигаций (по результатам опроса в основном инвестирование на срок от 3 до 6 месяцев) и высоким уровнем предлагаемой доходности в отличие от тех же самых векселей. Для инвесторов также немаловажным считается репутация эмитента ("первый эшелон" наиболее надежных эмитентов образуют Внешторгбанк, CSFB, Рабо-инвест, ТНК, "Газпром", "Славнефть"). Однако здесь история с "Сибуром" всех напугала и многих научила осторожно относиться к громким именам. Несмотря на ее благополучное завершение, инвесторы стали более внимательно оценивать риски, обращать внимание на реальную платежеспособность и делать кредитный анализ. Хотя надо признать, что "Сибур" несколько остудил перегретый рынок, но это быстро забыли. Далеко не все инвесторы делают кредитный анализ, многие полагаются на андеррайтеров, которые, конечно, делают свою "домашнюю работу" - due diligence - до размещения облигаций, но не могут гарантировать отсутствие проблем у эмитента в период обращения облигаций. "Ни один долговой рынок не существует без де-

фолтов, - говорит Кудрин. - Раньше или позже это произойдет, по моим прикидкам - в течение ближайших полутора лет. От этого нет средства".

А пока все-таки наиболее эффективной мерой по защите прав инвесторов в банковские облигации является, по мнению экспертов, является раскрытие информации, а также ограничение объема эмиссии капиталом эмитента. Есть уверенность в том, что предоставление всей раскрываемой информации и соблюдение формального критерия ограничения эмиссии может защитить инвестора при пренебрежении реального обеспечения и гарантий. Здесь раскрывается тревожный момент - отсутствие стремления защитить интересы инвестора и слабое ощущение ответственности перед ним. Сами эксперты в свою очередь отмечают среднюю степень защиты интересов инвесторов в банковские облигации (51,4% всех опрошенных), что обычно несвойственно для таких консервативных бумаг как облигации. Однако все-таки 40% опрошенных склоняются к тому, что степень защиты по облигациям высокая.



Наиболее значимые инвестиции в облигации, в т.ч. банковские, осуществляют сами банки и институциональные инвесторы, т.е. те инвесторы, у которых обычно значительные свободные ресурсы и которые ищут подходящий инструмент для вложений. Опрос установил незначительность вложений в облигации крупных предприятий, частных лиц, а иностранные инвесторы получается практически не представлены на данном рынке. Мнение банкиров и инвестиционных менеджеров как основных инвесторов по поводу факторов, определяющих результат инвестирования в банковские облигации, можно считать показательным. Оказалось, что решающим при выборе той или иной облигации для инвестирования решающим является объем располагаемой информации (59% всех опрошенных согласны с данным утверждением), важен также имеющийся опыт работы на данном рынке (33,3% всех опрошенных, многие признавались в отсутствии или недостатке подобного опыта). Даже теснота связи с эмитентом считается более важным при выборе объекта инве-

стирования, чем теоретические знания в данной области. Это может свидетельствовать об удовлетворенности уже имеющимися знаниями и отсутствии желания самосовершенствования, способного также ускорить развитие рынка и повышение его эффективности.

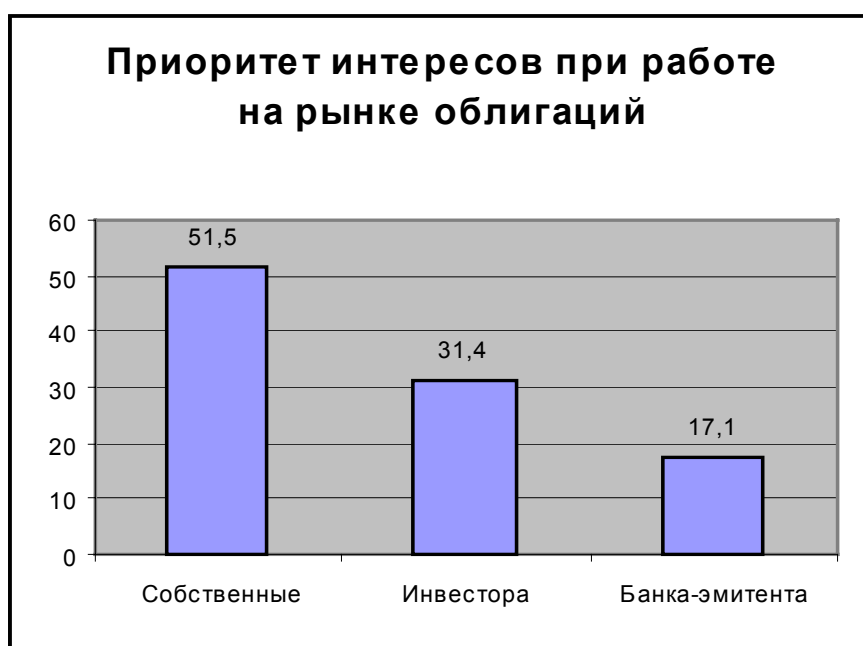
Что касается позиций эмитентов, то эксперты рекомендуют им почти единогласно выпускать облигации на сумму не менее 200 млн. рублей (97,1% опрошенных). Это оптимально с точки зрения затрат и создания ликвидного рынка. При этом из них более 80% настаивают на объемах от 500 до 1 млрд. рублей, что, по-видимому, связано с успешностью подобных эмиссий и ростом спроса на облигации. Причем половина экспертов согласна с тем, что главной целью эмитента при выпуске банковских облигаций является привлечение дополнительных ресурсов. Создание кредитной истории эмитентом только на втором месте, хотя во многих публикациях категорично объявляется имиджевый характер выпуска облигаций.

Рейтинг	
1	Привлечение дополнительных ресурсов
2	Создание кредитной истории
3	Расширение круга инвесторов
4	Финансирование отдельных проектов

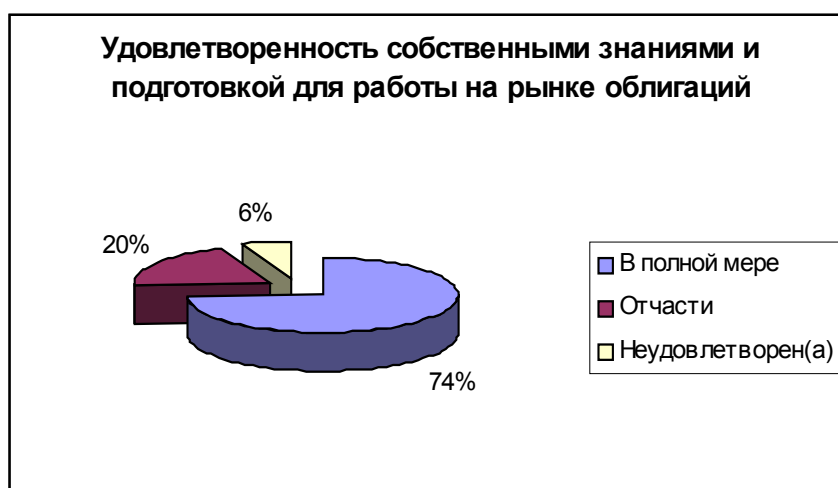
Кроме того, наиболее оптимальным видом облигации для выпуска считается купонная облигация с безотзывной офертой (57,1% опрошенных) или же дисконтная с безотзывной офертой (40% опрошенных), что подтверждает одну из рабочих гипотез. Действительно, большинство обращающихся сегодня на рынке облигаций имеют условие оферты, то есть обязательного досрочного предложения к погашению. Однако за этим механизмом кроется опасность: затруднения какого-либо из крупных заемщиков неизбежно приведут к тому, что на ближайшую оферту выстроится очередь желающих получить свои деньги досрочно. Сумеет ли заемщик в такой ситуации найти необходимые средства, не приведет ли это к новому кризису и к созданию цепочки неплатежей - сегодня не берется предсказать никто. Пока в ситуацию с большим количеством заявок на досрочный выкуп облигаций попадала только ТНК, когда к погашению в период оферты было предъявлено около 23% облигаций. Для ТНК это не вызвало проблем - компания солидный заемщик с большими деньгами и серьезной поддержкой со стороны Альфа-банка, да и ситуация была далеко не критической. Что будет в случае дефолта - остается гадать. По идее в такой ситуации по всем правилам должен вступать в игру кредитор последней инстанции - ЦБ, обеспечивающий систему ликвидностью и оберегающий ее целостность. Однако вряд ли Банк России готов выступить в этой роли. Рынок не может развиваться в такой неопределенной ситуации, все задумаются

о необходимости изменений и оптимизации рынка только после дефолта, а пока все платежи осуществляются в полной сумме и без задержек.

Наряду с серьезными недостатками в системе самого рынка эксперты жалуются на низкую инвестиционную культуру, которая, по их мнению, тормозит развитие рынка банковских облигаций. Уже потом отмечаются такие неблагоприятные факторы, как нестабильность банковской системы, плохая кредитная история банков-эмитентов, законодательство. Парадоксально, что без стабильности и слабой защиты интересов инвесторов в облигации, которые по определению очень консервативны и нетерпимы к значительным рискам, эксперты сетуют на низкую инвестиционную активность населения. Следующий вопрос анкеты должен был показать, что же нужно поменять в такой ситуации. Предлагается увеличить степень информированности инвесторов, далее развить инфраструктуру рынка, изменить стандарты эмиссии и налоги. Последующие ответы на вопросы анкеты раскрыли более важный аспект, который надо раньше всего менять для развития рынка. Итак, оказалось, что при работе на рынке облигаций эксперты защищают исключительно собственные интересы (51,5% опрошенных), только 31,4% все-таки на стороне инвесторов. Подобная ситуация приемлема только, если банк выступает в качестве эмитента, но никак не оправдана в случае купли-продажи облигаций в клиентский портфель, консультировании, гарантировании и т.д. (эти операции преобладают среди всех других операций банков и инвестиционных компаний на рынке облигаций). Возможно, выявленная полная удовлетворенность собственными знаниями (74,3% всех опрошенных) и при этом значительный процент неправильных ответов по элементарной терминологии и основам облигационной математики объясняет это явление.



Эксперты прогнозируют активный рынок ценных бумаг России в последующие 5-10 лет. При этом отмечается частичная зависимость рынка облигаций и рынка ценных бумаг в целом (так считают 88,6% опрошенных), т.е. закономерно прогнозировать и дальнейший рост российского рынка облигаций. Однако большинство экспертов склоняется к тому, что основным сегментом рынка ценных бумаг все-таки останется крайне волатильный рынок акций (77,1% всех опрошенных). Позитивным оказался и прогноз развития рынка государственных облигаций - 11,4% опрошенных экспертов ожидают его доминирования в скором времени. А вот доля векселей будет сокращаться, за счет чего будет расти присутствие на рынке корпоративных и банковских облигаций. К тому же в рамках последнего непрерывно будет увеличиваться доля банковских облигаций, что подтверждает базовую гипотезу всего исследования.



Рейтинг	Сегменты рынка ценных бумаг через 5-10 лет	% опрошенных
1	Рынок акций	77,1
2	Рынок государственных облигаций	11,4
3	Рынок корпоративных и банковских облигаций	8,6
4	Рынок векселей	2,9



Выводы:

- отсутствие качественных кадров и эффективной системы организации работы с облигациями
- сохранение краткосрочного характера облигаций при максимально полном раскрытии информации с учетом сохраняющейся нестабильности, недоверия к банковской системе
- неэффективность механизма оферты в сочетании с чрезмерной либерализацией законодательства может повлечь раздувание рынка корпоративных и банковских долгов, вслед за чем рынок накроется волной дефолтов.
- законодательство больше не является тормозящим фактором в развитии рынка облигаций (опровержение гипотезы)
- нет условий для выхода на рынок облигаций частных инвесторов (опровержение гипотезы)
- постепенное проявление долговой природы российского рынка ценных бумаг
- рост количества эмиссий и оборотов облигаций банков

СВОДНАЯ «ГОВОРЯЩАЯ» АНКЕТА

Социологическое исследование «Российский рынок банковских облигаций в оценках экспертов»

N=35 человек (на 19.04.2002г.)

Вопросы и позиции ответов	Абсолютное количество ответов	В % от общего количества ответов
1. ВАШ ВОЗРАСТ:		
16-30 лет	19	54,3
30-50 лет	16	45,7
свыше 50 лет		
2. ВАШЕ ОБРАЗОВАНИЕ:		
среднее	0	0
среднее специальное	1	2,9
высшее	27	77,1
поствузовское	7	20
3. КАК ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ УРОВЕНЬ ВАШЕГО БЛАГОСОСТОЯНИЯ?		
очень хорошее	0	0
хорошее	5	14,3
среднее	29	82,8
плохое	1	2,9
очень плохое	0	0
ГДЕ ВЫ РАБОТАЕТЕ В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ?		
4. в частном банке	24	68,6

5. в банке с государственным участием	3	8,6
6. в иностранном банке	2	5,7
7. инвестиционной компании	6	17,1

8. УЧАСТВОВАЛИ (ИЛИ УЧАСТВУЕТЕ) ВЫ ЛИЧНО В ОРГАНИЗАЦИИ РАЗМЕЩЕНИЯ, ОБРАЩЕНИЯ И/ИЛИ КОНСУЛЬТИРОВАНИИ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ?

Да	29	82,9
Нет	6	17,1

9. КАК ВЫ ПОЛАГАЕТЕ, В КАКОЙ МЕРЕ БАНКИ ВОССТАНОВИЛИ ДОВЕРИЕ ИНВЕСТОРОВ ПОСЛЕ КРИЗИСА 1998 Г.?

в полной мере	11	31,4
частично	17	48,6
пока не восстановили, но вскоре восстановят	6	17,1
не восстановили и никогда не восстановят	0	0

затрудняюсь ответить	1	2,9
----------------------	---	-----

КАКИЕ ОПЕРАЦИИ ПРЕИМУЩЕСТВЕННО ВЫПОЛНЯЛ / ВЫПОЛНЯЕТ ВАШ БАНК ИЛИ ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ? (МОЖНО ОТМЕТИТЬ ОДНУ ИЛИ НЕСКОЛЬКО ПОЗИЦИЙ)

10. организация эмиссии	17	34
11.обеспечение и поддержка обращения	22	44
12. гарантирование эмиссии	5	10
13. консультирование	5	10
14.другое	1	2

15. КАК ОРГАНИЗОВАНА РАБОТА С ОБЛИГАЦИЯМИ В ВАШЕМ БАНКЕ ИЛИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ КОМПАНИИ?

работу ведет отдельное подразделение	10	28,6
работу ведут один или несколько специалистов	19	54,3
привлекаем специалистов со стороны	1	2,9
отсутствуют специалисты рынка облигаций	5	14,2

КАКОВЫ ОСНОВНЫЕ ИСТОЧНИКИ СРЕДСТВ В ПАССИВЕ ВАШЕГО БАНКА ИЛИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ КОМПАНИИ? (МОЖНО ОТМЕТИТЬ ОДНУ ИЛИ НЕСКОЛЬКО ПОЗИЦИЙ)

16. капитал и фонды	17	25,8
17. средства на корреспондентских счетах	6	9
18. средства клиентов на брокерских счетах	4	6
19. средства клиентов на депозитных счетах	20	30,3
20. кредиты от других банков	7	10,6
21. выпущенные ценные бумаги	5	7,6
22. прочие привлеченные средства	7	10,6

Если Вы отметили позицию 21. «выпущенные ценные бумаги», то ответьте, пожалуйста, на следующий вопрос. Остальные могут пропустить следующий вопрос.

ВЫДЕЛИТЕ КОНКРЕТНЫЕ ВИДЫ ВЫПУСКАЕМЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ВАШИМ БАНКОМ (МОЖНО ОТМЕТИТЬ НЕСКОЛЬКО ПОЗИЦИЙ):

27. банковские акцепты	2	4,3
23. облигации	6	13
24. депозитные сертификаты	12	26
25. сберегательные сертификаты	1	2,2

26. векселя	25	54,5
-------------	----	------

КАКИЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ (ИЛИ ХАРАКТЕРИСТИКА) БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ, ПО ВАШЕМУ МНЕНИЮ, В БОЛЬШЕЙ СТЕПЕНИ ПРИВЛЕКАЮТ ИНВЕСТОРОВ? (МОЖНО ОТМЕТИТЬ НЕСКОЛЬКО ПОЗИЦИЙ)

28. надежность (минимальный риск)	22	40,7
29. высокая доходность	3	5,6
30. краткосрочность	8	14,8
31. наличие обеспечения, гарантий	1	1,9
32. репутация банка-эмитента	20	37

КАК ВЫ ДУМАЕТЕ, КАКИЕ МЕРЫ РЕАЛЬНО ЗАЩИЩАЮТ ИНТЕРЕСЫ ИНВЕСТОРОВ НА РЫНКЕ БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ? (МОЖНО ОТМЕТИТЬ НЕСКОЛЬКО ПОЗИЦИЙ)

33. ограничение объема эмиссии капиталом эмитента	18	36,7
34. наличие обеспечения, гарантий	8	16,3
35. жесткая регламентация процедуры эмиссии	3	6,2
36. раскрытие информации	19	38,8
37. другое	1	2

38. КАКОВА ВАША ОЦЕНКА СТЕПЕНИ ЗАЩИТЫ ПРАВ ИНВЕСТОРОВ ПО БАНКОВСКИМ ОБЛИГАЦИЯМ ПО СРАВНЕНИЮ С ДРУГИМИ ВИДАМИ ОБЛИГАЦИЙ?

высокая	14	40
средняя	18	51,4
низкая	1	2,9
затрудняюсь ответить	2	5,7

ВЫДЕЛИТЕ, ПОЖАЛУЙСТА, ИНВЕСТОРОВ НА РЫНКЕ БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ ИСХОДЯ ИЗ ОБЪЕМА ИХ ВЛОЖЕНИЙ: (БУДЬТЕ ВНИМАТЕЛЬНЫ, ОТВЕТЫ ДАЮТСЯ ПО КАЖДОЙ СТРОКЕ!)

	Значительные вложения	Незначительные вложения	Отсутствие вложений
39. Частные лица	0	18 (51,4%)	17 (48,6%)
40. Институциональные инвесторы	17 (48,6%)	17 (48,6%)	1 (2,9%)
41. Банки	22 (62,9%)	13 (37,1%)	0
42. Крупные предприятия	0	21 (60%)	14 (40%)
43. Иностранные инвесторы	0	19 (54,3%)	16 (45,7%)

КАК ВЫ ПОЛАГАЕТЕ, ОТ ЧЕГО БОЛЬШЕ ВСЕГО ЗАВИСИТ РЕЗУЛЬТАТ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ОБЛИГАЦИИ? (ОТМЕТИТЬ ТОЛЬКО ОДНУ ПОЗИЦИЮ)

44. от практического опыта	13	33,3
45. от теоретических знаний	1	2,6
46. от объема располагаемой информации	23	59
47. от тесноты связи с эмитентом	2	5,1
48. другое	0	0
49. не могу определить	0	0

50. КАКОЙ ОБЪЕМ ЭМИССИИ ОБЛИГАЦИЙ ВЫ СЧИТАЕТЕ ОПТИМАЛЬНЫМ В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ ИСХОДЯ ИЗ ЗАТРАТ И ВОЗМОЖНОСТИ СОЗДАНИЯ ЛИКВИДНОГО РЫНКА? (ОТМЕТИТЬ ТОЛЬКО ОДНУ ПОЗИЦИЮ)

до 200 млн. руб.	0	0
200-500 млн. руб.	6	17,1
500 млн. руб. - 1 млрд. руб.	28	80
свыше 1 млрд. руб.	1	2,9

КАК ВЫ СЧИТАЕТЕ, КАКОВА ГЛАВНАЯ ЦЕЛЬ БАНК-ЭМИТЕНТА ПРИ ВЫПУСКЕ ОБЛИГАЦИЙ? (МОЖНО ОТМЕТИТЬ ОДНУ ИЛИ НЕСКОЛЬКО ПОЗИЦИЙ)

51. привлечение дополнительных ресурсов	31	50
52. финансирование отдельных проектов	6	9,7
53. создание кредитной истории	19	30,6
54. расширение круга инвесторов	6	9,7
55. получение конкурентных преимуществ	0	0
56. другое	0	0

ВЛИЯЕТ ЛИ ПРОЧНОСТЬ СВЯЗИ БАНКА-ЭМИТЕНТА С ИНВЕСТОРОМ НА СРОКИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В БАНКОВСКИЕ ОБЛИГАЦИИ? (БУДЬТЕ ВНИМАТЕЛЬНЫ, ОТВЕТЫ ДАЮТСЯ ПО КАЖДОЙ СТРОКЕ!)

	до 90 дней	90-180 дней	до 1 года	свыше 1 года
57. Клиент банка	2 (5,7%)	29 (82,8%)	3 (8,6%)	1 (2,9%)

58. Партнер банка	1 (2,9%)	19 (54,3%))	13 (37,1%)	2 (5,7%)
59.Аффилированная структура	1 (2,9%)	27 (77,1%))	1 (2,9%)	6 (17,1%)
60.Инвестор со стороны	2 (5,7%)	29 (82,9%))	4 (11,4%)	0

КАК ВЫ ПОЛАГАЕТЕ, ЧТО РЕАЛЬНО МЕШАЕТ РАЗВИТИЮ РЫНКА БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ? (МОЖНО ОТМЕТИТЬ ОДНУ ИЛИ НЕСКОЛЬКО ПОЗИЦИЙ)

61. законодательство	9	11,1
62. плохая кредитная история банков-эмитентов	15	18,5
63. нестабильность банковской системы	19	23,5
64. отсутствие специалистов в данной области	2	2,5
65. низкая инвестиционная культура населения	31	38,3
66. отсутствие опыта работы на данном рынке	4	4,9
67. ничего не мешает	1	1,2

ПО ВАШИМ ОЦЕНКАМ, КАКИЕ ОБЛИГАЦИИ В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ ЯВЛЯЮТСЯ НАИБОЛЕЕ ОПТИМАЛЬНЫМИ ДЛЯ ИХ ВЫПУСКА БАНКАМИ? (ОТМЕТИТЬ ТОЛЬКО ОДНУ ПОЗИЦИЮ)

68. дисконтные с безотзывной офертой	14	40
69. дисконтные без безотзывной офертой	1	2,9

70. купонные с безотзывной офертой	20	57,1
71. купонные без безотзывной офертой	0	0
72. комбинированные	0	0

73. КАК ВЫ ПОНИМАЕТЕ, ЧТО ТАКОЕ «ДЮРАЦИЯ»?

Это ----- ----- (допишите)	30	85,7
Не могу определить	5	14,3

ИСХОДЯ ИЗ ВАШЕГО ОПЫТА, ОПРЕДЕЛИТЕ, ПОЖАЛУЙСТА, КАК СРОКИ БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ В СРЕДНЕМ ВЛИЯЮТ НА ИСПОЛНЕНИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ЭМИТЕНТАМИ? (БУДЬТЕ ВНИМАТЕЛЬНЫ, ОТВЕТЫ ДАЮТСЯ ПО КАЖДОЙ СТРОКЕ!)

	Все платежи в срок и в полном объеме	Небольшие, временные просрочки и задолженности	Длительные просрочки и большие задолженности	Отказ от платежей (дефолт)
74. до 90 дней	35 (100%)	0	0	0
75. 90-180 дней	32 (91,4%)	3 (8,6%)	0	0
76. 180 дней-1 год	28 (80%)	6 (17,1%)	1 (2,9%)	0
77. свыше 1 года	17 (48,6%)	15 (42,9%)	2 (5,6%)	1 (2,9%)

78. СОГЛАСНЫ ЛИ ВЫ СО СЛЕДУЮЩИМ УТВЕРЖДЕНИЕМ: «УМЕНЬШЕНИЕ ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИИ ПРИВЕДЕТ К РОСТУ ЕЕ КУРСА НА ВЕЛИЧИНУ БОЛЬШУЮ, ЧЕМ СООТВЕТСТВУЮЩЕЕ ПАДЕНИЕ КУРСА ПРИ УВЕЛИЧЕНИИ ДОХОДНОСТИ НА ТУ ЖЕ ВЕЛИЧИНУ»?

Да	18	51,4
Нет	15	42,9
Затрудняюсь ответить	2	5,7

ЧТО НУЖНО, ПО-ВАШЕМУ МНЕНИЮ, ИЗМЕНИТЬ В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ ДЛЯ ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ РЫНКА БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ? (МОЖНО ОТМЕТИТЬ НЕ БОЛЕЕ ДВУХ ПОЗИЦИЙ)

79. налоги	7	10,3
80. стандарты эмиссии	9	13,3
81. инфраструктуру рынка	17	25
82. менеджмент банков	15	22
83. степень информированности инвесторов	20	29,4
84. ничего менять не надо	0	0

ПРИ РАБОТЕ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ, ЧЬИ ИНТЕРЕСЫ ВЫ СЧИТАЕТЕ ПЕРВООЧЕРЕДНЫМИ? (МОЖНО ОТМЕТИТЬ ТОЛЬКО ОДНУ ПОЗИЦИЮ)

85. собственные	18	51,5
86. банка-эмитента	6	17,1
87. инвестора	11	31,4
88. государства	0	0

89. В КАКОЙ МЕРЕ ВЫ УДОВЛЕТВОРЕННЫ СВОИМИ ЗНАНИЯМИ И ПОДГОТОВКОЙ ДЛЯ РАБОТЫ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ?

в полной мере	26	74,3
---------------	----	------

отчасти	7	20
не удовлетворен(а), знаний не хватает	2	5,7
затрудняюсь ответить	0	0

90. КАКОВА ВАША ОЦЕНКА, КАК ЭКСПЕРТА, ЗАВИСИМОСТИ ИЗМЕНЕНИЙ НА РЫНКЕ БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ И РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ЦЕЛОМ?

прямая зависимость	4	11,4
частичная зависимость	31	88,6
обратная зависимость	0	0
зависимость отсутствует	0	0

ПОСТАРАЙТЕСЬ ОЦЕНИТЬ, КАКОЙ СЕГМЕНТ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ БУДЕТ ПРЕОБЛАДАТЬ ЛЕТ ЧЕРЕЗ 5-10? (МОЖНО ОТМЕТИТЬ ТОЛЬКО ОДНУ ПОЗИЦИЮ)

91. рынок акций	27	77,1
92. рынок государственных облигаций	4	11,4
93. рынок корпоративных и банковских облигаций	3	8,6
94. рынок векселей	1	2,9
95. рынок срочных инструментов	0	0
96. другое	0	0

97. БУДЕТ ЛИ, ПО ВАШИМ ОЦЕНКАМ, НАБЛЮДАТЬСЯ РОСТ ДОЛИ БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ В ОБРАЩЕНИИ В БЛИЖАЙШИЕ ГОДЫ?

будет	20	57,1
не будет	15	42,9
затрудняюсь ответить	0	0

98. ЗАИНТЕРЕСОВАНЫ ЛИ ВЫ, ВАША ОРГАНИЗАЦИЯ В ПОЛУЧЕНИИ РЕЗУЛЬТАТОВ ДАННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ?

Да	30	85,7
Нет	5	14,3

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. М., 1997г.
2. Налоговый кодекс, часть 1 и 2. М., 2001г.
3. Федеральный закон №49 «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 12.02.1999г.
4. Федеральный закон №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996г.
5. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 24.11.1995г.
6. Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 08.02.1998г.
7. Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» от 10.02.1995г.
8. Федеральный закон «О налоге на операции с ценными бумагами» №2023 от 12.12.1991г.
9. Федеральный закон «О внесении изменений и дополнений в Закон РСФСР «О налоге на операции с ценными бумагами» от 18.10.1998г. №158-ФЗ
10. Постановление ФКЦБ РФ №19 от 17.09.1996г. «Об утверждении стандартов эмиссий акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссий» с приложением Стандартов эмиссии
11. Постановление ФКЦБ РФ №27 от 19.10.2001г. «Об утверждении стандартов эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии»
12. Постановление ФКЦБ РФ №45 от 31.12.1997г. «Об утверждении положения о порядке приостановления эмиссии и признания выпуска ценных бумаг несостоявшимся или недействительным и внесении изменений и дополнений в акты Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг» с последующими изменениями и дополнениями от 11.11.1998г.
13. Постановление ФКЦБ РФ №32 от 12.08.1998г. «Об утверждении Положения о порядке раскрытия информации о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг»
14. Постановление Правительства РФ №696 от 26.06.1999г. «О внесении дополнения в Положение о составе затрат по производству и реализации продукции (работ и услуг), включаемых в себестоимость продукции (работ и услуг) и о порядке формирования финансовых результатов, учитываемых при налогообложении прибыли»
15. Положение ЦБР «О раскрытии информации Банком России и кредитными организациями - участниками финансовых рынков» №43-П от 02.06.1998г.

16. Распоряжение ФКЦБ РФ №1087-р от 05.10.1998г. «Об утверждении порядка расчета рыночной цены эмиссионных ценных бумаг, допущенных к обращению на фондовой бирже или через организатора торговли на рынке ценных бумаг, и установлении предельной границы колебаний рыночной цены»

17. Инструкция ЦБР «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации» №8 от 17.09.1996г. с последними изменениями и дополнениями от 03.04.2000г.

18. Буклемишев О.В. «Рынок еврооблигаций», М. 1999г.

19. Коттл С., Мюррей Р., Блок Ф. «Анализ ценных бумаг Грэма и Додда», М., 2000г.

20. Кристина И. Рэй «Рынок облигаций: торговля и управление рисками», М., 1999г.

21. МакНотон Д., Карлсон Дж. и др. «Банки на развивающихся рынках», том 2, М., 1994г.

22. Материалы конференции «Российский рынок корпоративного долга: результаты и перспективы», Москва, 08.02.2002г.

23. Материалы конференции «Корпоративные облигации в России: анализ практики и перспектив развития», Москва, 14.03.2001г.

24. Павлова Л.Н. «Операции с корпоративными ценными бумагами», М., 1997г.

25. Роуз П. «Банковский менеджмент», М., 1996г.

26. Рубцов Б.Б. «Зарубежные фондовые рынки», М., 1996г.

27. Рубцов Б.Б. «Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития», М., 2000г.

28. Руднева Е.В. «Эмиссия корпоративных ценных бумаг: теория и практика», М. 2001г.

29. Синки Дж. «Управление финансами в в коммерческих банках», М. 1993г.

30. Чернова Г.В., Терехов В.Н. «Выпуск ценных бумаг коммерческим банком», С-П., 2001г.

31. Четыркин Е.М. «Методы финансовых и коммерческих расчетов», М., 1995г.

32. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. «Инвестиции», М., 1997г.

33. Ширинская Э.Г., Нестерова Т.Н., Соколинская Н.Э. «Бухгалтерский учет и операционная техника в банках», М., 2000г.

34. Rose P. S., Fraser D. R., Financial Institutions, BPI IRWIN, 1988

35. Rose P. S. Commercial Bank Managment, Boston, 1993

36. The Bond Market Association Research Quaterly, August 1998

37. Vittas D., Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?, Paper presented at the ABCD LAC Conference June 28–30, 1998, San Salvador, El Salvador
38. Абрамов А. «Корпоративные облигации - инструмент реальной экономики»// Рынок ценных бумаг №12, 2000г.
39. Абрамов А. «Корпоративные облигации: инструмент есть, рынка нет»// Рынок ценных бумаг №12, 2000г.
40. «Аналитики хвалят "свои" бумаги»// Ведомости, 18.03.2002г.
41. Веди Ал «Ресурсный потенциал и инвестиционные возможности коммерческих банков в России»// Рынок ценных бумаг №20, 1999г.
42. «Выпуск корпоративных облигаций - учет и налогообложение»// Бухгалтерский учет №12, 2000г.
43. Кафиев Ю. «Корпоративные облигации в РФ»// Рынок ценных бумаг №21, 1999г.
44. «Корпоративные облигации как финансовый инструмент для коллективных инвесторов»// Известия, 19.04.2002г.
45. «Куда податься инвестициям?»// Ведомости, 23.10.2001г.
46. Лялин С. «Корпоративные облигации - за и против»// Рынок ценных бумаг №1, 2001г.
47. Лялин С. «Инвестиционные банки на рынке корпоративных облигаций»// Рынок ценных бумаг №10, 2001г.
48. Марголит Г. «Фондовая биржа и корпоративные облигации»// Рынок ценных бумаг №12, 2000г.
49. Миркин Я. М. «Долговое измерение экономики» // Рынок ценных бумаг №5, 2001г.
50. «Налогообложение операций с корпоративными облигациями»// Бюллетень МФЦ №8, 1999г.
51. «Новая мода - Российские банки собираются размещать еврооблигации»// Ведомости, 18.03.2002г.
52. Обозинцев А. «Корпоративные и банковские облигации»// Рынок ценных бумаг №10, 2001г.
53. Петров В., Потемкин А. «Основные подходы к реструктуризации банков и мировая практика их применения» //Рынок ценных бумаг №12, 2001г.
54. Петров В., Потемкин А. «Российский опыт реструктуризации «проблемных» банков»// Рынок ценных бумаг №13, 2001г.
55. Сафронов Б. «МДМ-бонд»// Ведомости, 16.03.2000г.

56. Семенова И. «Корпоративные облигации - новый этап в развитии компании»// Рынок ценных бумаг №7, 2001г.
57. «Снижается плата за выход на рынок»// Коммерсантъ, 18.03.2002г.
58. Сотникова Л. В. «Выпуск корпоративных облигаций: учет и налогообложение» // Бухгалтерский учёт № 12, 2000г.
59. Суверов С., Третьяков А. «Ценообразование и ликвидность рынка корпоративных облигаций» //Рынок ценных бумаг №10, 2001г.
60. Сурков О. «Корпоративные облигации российских эмитентов»// Рынок ценных бумаг №6, 2000г.
61. Храпченко Л. «Корпоративные облигации - текущая ситуация и перспективы развития»// Рынок ценных бумаг №4, 2001г.
62. “Building bonds in floating markets”// Euromoney, February 1997
63. www.bloomberg.com
64. www.cbonds.ru
65. www.cbr.ru
66. www.ea-ratings.ru
67. www.economist.com
68. www.ft.com
69. www.isma.rdg.ac.uk
70. www.micex.ru
71. www.ratings.com
72. www.rbc.ru
73. www.rcb.ru
74. www.rts.ru