

## ИССЛЕДОВАНИЕ СОВРЕМЕННОГО СОСТОЯНИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

**И. К. Симаева**, студентка IV курса экономического факультета ГОУВПО «Мордовский государственный университет имени Н. П. Огарева»

**Ю. Ю. Филичкина**, канд. экон. наук, доцент кафедры «Финансы и кредит» ГОУВПО «Мордовский государственный университет имени Н. П. Огарева»

*В статье произведено исследование современного состояния первичного и вторичного рынка корпоративных облигаций РФ и её отраслевой структуры, проведен анализ рынка еврооблигаций, сформулированы основные выводы по активизации рынка корпоративных облигаций.*

Ключевые слова: рынок корпоративных облигаций; первичное размещение; объемы вторичных торгов; дефолт; ковенанты.

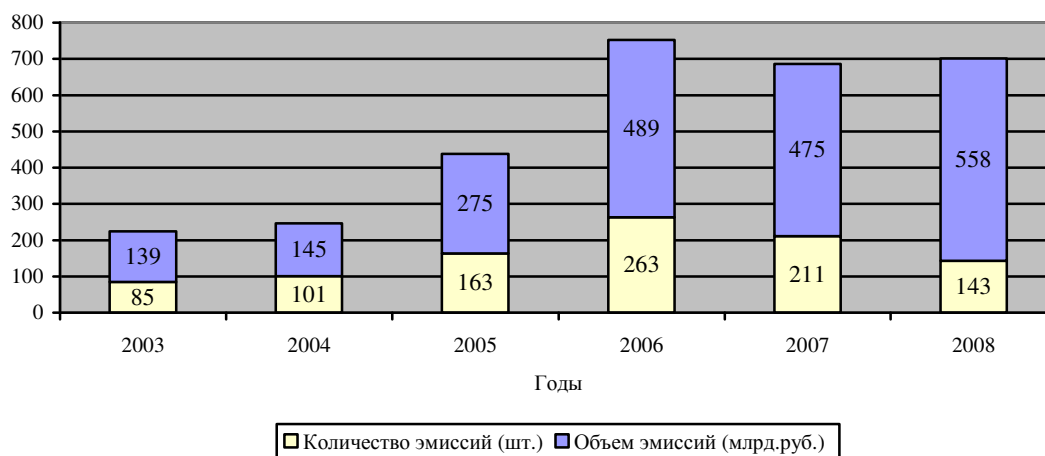
В современных условиях совершенствование процесса привлечения инвестиций и создания механизма их эффективного использования стало одним из решающих факторов возобновления стабильного экономического развития России. Финансовым инструментом способным решить задачи экономического роста и привлечения инвестиций как на микроуровне (т.е. на уровне предприятий и организаций), так и на макроуровне (на уровне экономики в целом) могут выступать корпоративные облигации.

Рынок корпоративных облигаций в последние пять лет характеризуется как динамично развивающийся сегмент российского рынка капитала и занимает первое место по количеству эмитентов и торгуемых инструментов. В период доступности фондирования для российских компаний (2004 г. – апрель 2008 г.) наблюдался бурный рост количества эмитентов и выпусков облигаций, в том числе за счет заемщиков с невысоким кредитным качеством. По данным агентства Cbonds, на 1 января 2008 г. в обращении находились 607 выпусков корпоративных облигаций (для сравнения: на 1 января 2007 г. количество выпусков составляло 488). К торговле на ММВБ на 1 января 2008 г. были

допущены 577 выпусков облигаций (из них 200 выпусков - в котировальных листах различных уровней), а в РТС – 152 выпуска[1].

Однако, неблагоприятное финансовое состояние эмитентов, кризис ликвидности и невозможность рефинансирования задолженности стали причиной возникновения во второй половине 2008 г. нарастающей волны дефолтов по корпоративным облигациям и выбытия этих бумаг из обращения. По данным агентства Сbonds, в течение 2008 г. нарушения в выплатах были допущены по 54 выпускам облигаций 49 эмитентов. Дефолт произошел по 37 выпускам корпоративных облигаций 33 эмитентов на общую сумму свыше 27 млрд. руб. Таким образом, до 10 % эмитентов корпоративных допустили различные нарушения в обслуживании долга. Это новое явление, которое в предыдущие годы в таких масштабах не наблюдалось: в 2002-2007 гг. было зафиксировано десять случаев неисполнения обязательств по корпоративным облигациям.

Необходимо отметить, что ухудшение конъюнктуры на мировых рынках капитала в 2008 г. отрицательным образом сказалось на ситуации, как в валютном, так и в рублевом сегменте рынка корпоративного долга, способствовав не только снижению цен и росту доходностей большинства выпусков, но и сокращению количества размещений. В 2008 г. на внутреннем долговом рынке было размещено 143 выпуска корпоративных облигаций на общую сумму 558 млрд. руб., в то время как за 2007 г – 211 выпусков на общую сумму 475 млрд. руб. (рис.1) Причем, как и в 2007г., основной объем эмиссий как в рублевом, так и в валютном сегментах рынка корпоративных облигаций пришелся на банковский сектор. Во многом это закономерно, учитывая не только то, что компании финансового сектора традиционно являются наиболее активными игроками на долговом рынке, но и имеют более острую потребность в заемных средствах для рефинансирования ранее накопленной задолженности.



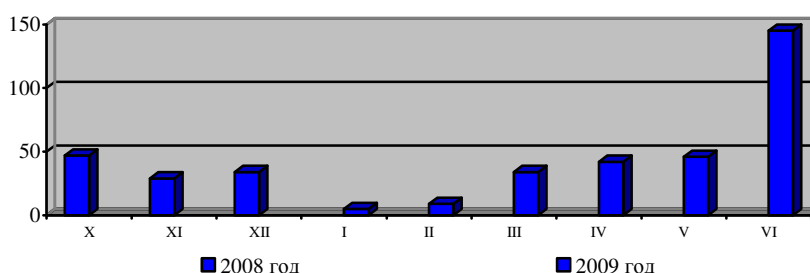
**Р и с у н о к 1** Динамика количества первичных размещений и погашений корпоративных рублевых облигаций 2003-2008 гг.[1]

Объем первичных размещений корпоративных облигаций в 2008 г. оценивается в 558 млрд. руб. Следует отметить, что основной рост первичного предложения приходился на январь-июль 2008 г., что было обусловлено относительно благоприятной конъюнктурой на денежных рынках. В конце лета – в начале осени 2008 г. по мере значительного ухудшения условий привлечения заемных средств, в связи с усилением негативных тенденций, как на мировых рынках капитала, так и на внутреннем денежном рынке количество первичных размещений существенно сократилось. В частности, с августа по сентябрь 2008 г. было проведено 18 размещений рублевых облигаций и 2 выпуска евробондов. В объеме первичных размещений 2008 г. по оценкам экспертов значима доля так называемых «технических» размещений, проведенных в первую очередь крупнейшими российскими банками. Без них объем первичных размещений в 2008 г. остается на уровне 2006-2007 гг. и оценивается в 470 млрд. руб.

В секторе корпоративных еврооблигаций результаты оказались менее благоприятными, так как с января по сентябрь 2008 г. было проведено 23 первичных размещения, что более чем в 2 раза ниже аналогичного показателя 2007 г. (размещено 52 выпуска). Следует отметить, что основной рост первичного предложения приходился на январь-июль 2008 г., что было обусловлено относительно благоприятной конъюнктурой на денежных рынках. В конце лета – в начале осени 2008 г. по мере значительного ухудшения

условий привлечения заемных средств, в связи с усилением негативных тенденций, как на мировых рынках капитала, так и на внутреннем денежном рынке количество первичных размещений существенно сократилось. В частности, с августа по сентябрь 2008 г. было проведено 18 размещений рублевых облигаций и 2 выпуска евробондов.

Однако, следует отметить, что ситуация на рынке корпоративных облигаций в 2009 г. имела тенденцию к нормализации, свидетельством этому является повышение эмиссионной активности и рост объема вторичных торгов. На ФБ ММВБ в июне 2009г. состоялось размещение 20 новых выпусков и доразмещение 3 выпусков корпоративных облигаций (в мае было размещено 8 новых выпусков). Суммарный объем размещения корпоративных облигаций на ФБ ММВБ в июне 2009 г. составил 143,3 млрд. руб. по номиналу – 51,1% от общего объема первичных размещений за первое полугодие 2009 года (рис.2). На внебиржевом рынке было размещено 3 выпуска рублевых корпоративных облигаций суммарным объемом эмиссии 4,6 млрд. руб. и впервые был размещен 1 выпуск, номинированный в иностранной валюте, объем эмиссии – 2 млрд. долл. США.



Р и с у н о к 2 Первичное размещение корпоративных облигаций на ФБ ММВБ, млрд. руб. [2]

Аукционная доходность облигаций формировалась под влиянием доходности сопоставимых по кредитному риску и срочности выпусков на вторичном рынке, а также потребности эмитентов в фондировании. В результате все новые выпуски корпоративных облигаций на ФБ ММВБ в первом полугодии 2009 г. размещались по более высоким процентным ставкам,

чем в первом и втором полугодиях 2008 г. (средняя ставка размещения составила 14,9% против 11,6 и 12,8% годовых соответственно).

На первичном рынке в январе-июне 2009 г. возросла доля размещений корпоративных облигаций эмитентов, относящихся к «первому» и «второму» эшелонам. Спрос на бумаги эмитентов «третьего» эшелона и на выпуски отдельных эмитентов «второго» эшелона был крайне низким из-за высокого кредитного риска. Поэтому такие корпоративные заемщики были вынуждены отменять запланированные размещения выпусков, так как не могли продать бумаги по приемлемой для них цене. В результате на долю эмитентов «первого» и «второго» эшелонов пришлось около 85% объема всех первичных размещений корпоративных облигаций. Увеличение в обращении доли бумаг эмитентов данной категории, а также выход из обращения большого количества облигаций эмитентов «третьего» эшелона привели к улучшению кредитного качества совокупного рыночного портфеля корпоративных облигаций.

В феврале-июне 2009 г. в связи с увеличением в обращении доли бумаг эмитентов с высоким кредитным качеством и выходом из обращения большинства выпусков эмитентов «третьего» эшелона доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций на вторичном рынке снижалась, достигнув на конец июня значения начала октября 2008 г. – 15,2% годовых. Темп снижения доходности корпоративных облигаций на вторичном рынке замедлялся из-за высоких ставок, предлагавшихся эмитентами при размещении бумаг на первичном рынке. Несмотря на это, средний за февраль-июнь 2009 г. спред между доходностью корпоративных облигаций и ОФЗ сузился до 7,2 процентного пункта. В то же время доходность региональных облигаций превысила доходность корпоративных облигаций (средний спред между ними составил 0,9 процентного пункта).

Средняя за первое полугодие 2009 г. доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций составила 18,4% против 14,8% годовых во втором полугодии 2008 года. За счет снижения цен большинства выпусков

корпоративных облигаций и повышения ставок купонных платежей средняя дюрация портфеля корпоративных облигаций сократилась с 675 до 450 дней.

По данным информационного агентства Cbonds, в июне 2009 г. состоялось плановое погашение 14 выпусков корпоративных облигаций суммарным объемом 24,0 млрд. руб., зафиксировано 23 дефолта и 45 технических дефолтов. По итогам месяца объем портфеля обращающихся корпоративных облигаций увеличился на 10,4%, составив на конец месяца 2047,4 млрд. руб. по номиналу.

Вторичный рынок (как биржевой, так и внебиржевой) корпоративных облигаций в последние годы постоянно увеличивается в объеме. Суммарный объем сделок с корпоративными облигациями в 2005-2008 гг. на вторичном рынке представлен в таблице 2.1.

Т а б л и ц а 1

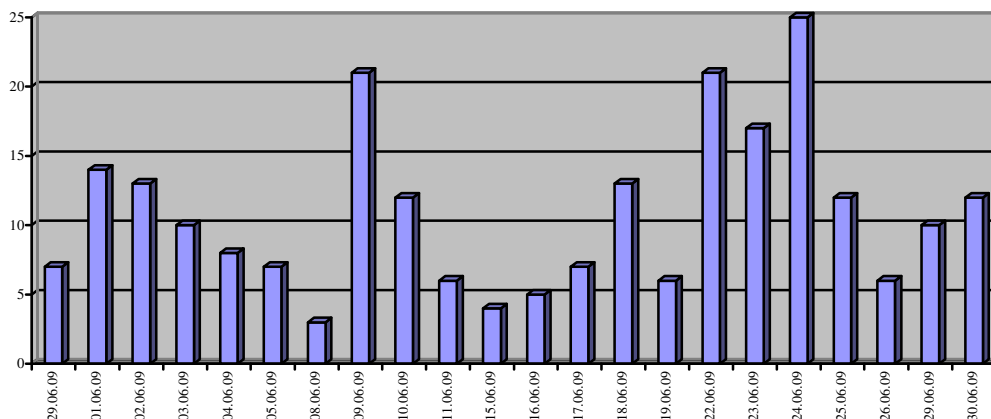
**Объем сделок с корпоративными облигациями**

Период	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.
Суммарный оборот, млрд. руб.	1514,3	2437,5	3669,5	3889,5
Доля биржевых сделок в суммарном обороте, %	60,31	72,19	73,92	67,71

Как видно из таблицы 2.1, объем сделок с корпоративными облигациями постоянно растет: суммарный оборот по итогам 2006 г. на 61% превысил итог 2005 г., по результатам 2007 г. объем сделок увеличился на 51 %. В 2008 г. наблюдается спад темпов роста: объем сделок в 2008 г. всего на 6% больше, чем в 2007 г. Характерно, что доля биржевых сделок в общем обороте постоянно росла и в середине 2008 г. она достигла 78%. Однако во втором полугодии 2008 г. тенденция резко изменилась – четвертый квартал отмечен тем, что доля биржевых сделок с корпоративными облигациями немногим превысила 50% от общего оборота.

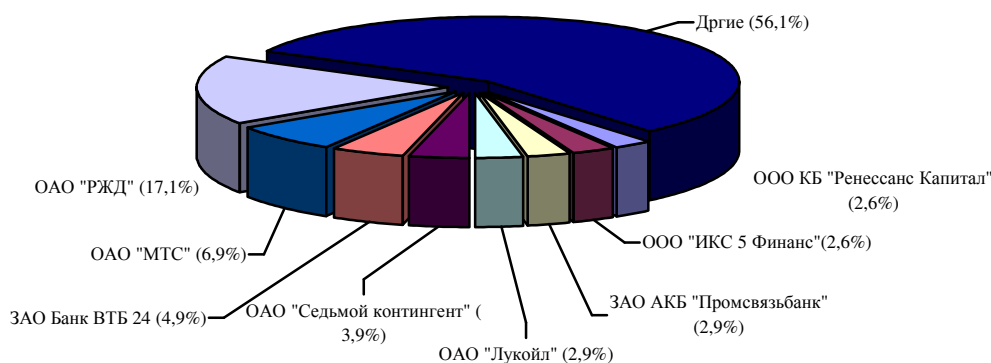
Активность участников рынка корпоративных облигаций на вторичных торгах в I полугодие 2009 г. существенно повысилась. Стоимостный объем предложения корпоративных облигаций по-прежнему превосходил стоимостный объем спроса при увеличении обоих показателей более чем в 1,5

раза. Суммарный оборот торгов на вторичном рынке корпоративных облигаций на ФБ ММВБ в июне возрос по сравнению с предшествующим месяцем в 1,5 раза – до 236,1 млрд. рублей. Средний дневной объем торгов увеличился на 31,5% и составил 11,2 млрд. рублей (рис.3).



Р и с у н о к 3 Объем вторичных торгов корпоративными облигациями на ФБ ММВБ, млрд. руб. [2]

На вторичных торгах корпоративными облигациями на ФБ ММВБ наибольшие объемы операций приходились на облигации кредитных организаций, предприятий железнодорожного транспорта, финансовых компаний, компаний торговли и электроэнергетического сектора. Доля 8 ведущих эмитентов в июне составила 43,9% суммарного торгового оборота (рис.4).



Р и с у н о к 4 Структура вторичных торгов корпоративными облигациями на ФБ ММВБ в июне 2009 г., % [2]

В июне 2009 г. доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций (рассчитывается информационным агентством Cbonds по группе эмитентов) колебалась в рамках горизонтального коридора. Диапазон колебаний доходности корпоративных облигаций сузился и составил от 14,57 до 15,38% годовых (в мае – от 14,65 до 16,18% годовых). Средняя за июнь 2009г. доходность корпоративных облигаций по сравнению с маем 2009 г. снизилась на 62 базисных пункта, составив 15,01% годовых.

Таким образом, сформировавшийся в настоящее время в России рынок корпоративных облигаций характеризуется, с одной стороны, высокими темпами позитивных количественных и качественных трансформаций, с другой стороны – наличием многочисленных проблем, носящих комплексный характер и препятствующих эффективной мобилизации сбережений и инвестиций.

По результатам проведенного анализа можно сделать вывод, что ухудшение ситуации на мировых рынках капитала, вследствие разразившегося еще в середине 2007 года кризиса на рынке ипотечного кредитования в США, и усилением процесса переоценки глобальных рисков в августе 2008 г. привело к ухудшению макроэкономической конъюнктуры России в целом, и рынка корпоративных облигаций в частности. Неспособность эмитентов своевременно выполнить обязательства по обслуживанию своего облигационного долга привело к появлению волны дефолтов на рынке корпоративных облигаций. Однако проведенное нами исследование позволяет констатировать, что в течение 2009 г. наблюдалось восстановление эмиссионной активности российских компаний при достаточно высокой стоимости заимствований. Размещались преимущественно бумаги эмитентов с высоким кредитным качеством. Так как за счет выбытия из обращения большого количества дефолтных выпусков и размещения бумаг эмитентов с низким уровнем риска утраты платежеспособности повысились ликвидность и кредитное качество портфеля обращающихся корпоративных облигаций.

Между тем, дальнейшие перспективы развития рынка корпоративных облигаций в России являются весьма непредсказуемыми, это объясняется



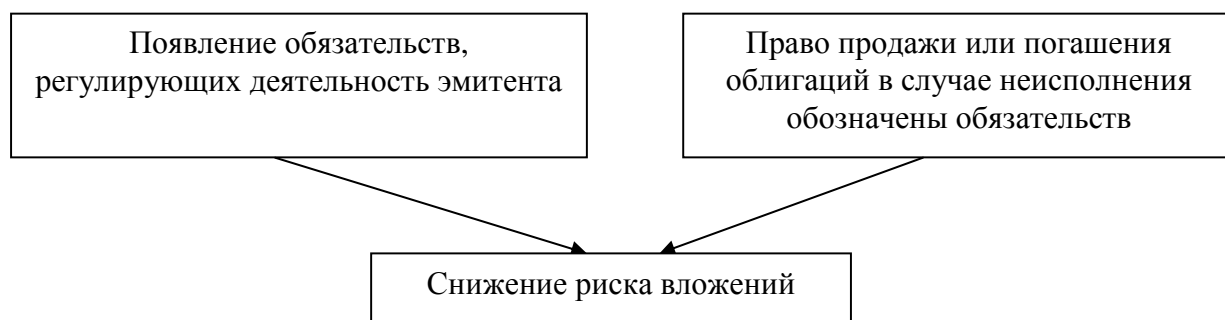
относительной молодостью рынка корпоративных облигаций РФ и определенной зависимостью от зарубежных инвестиций.

На наш взгляд, одним из важных последствий глобального финансового кризиса для российского рынка корпоративных облигаций явилось повышение требований инвесторов к качеству торгуемых инструментов. Дело в том, что из-за турбулентности на финансовых рынках резко увеличилось количество инвесторов, негативно относящихся к риску. В результате основной инвестиционный спрос стал сосредотачиваться в секторе надежных облигаций, позволяющих получать умеренную доходность при низком уровне риска.

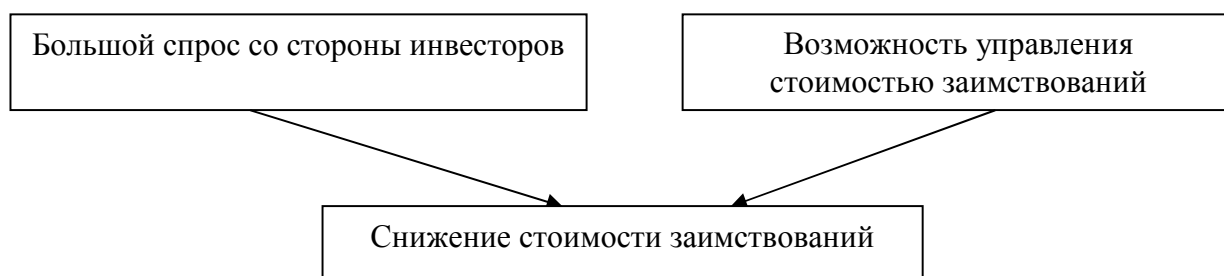
Вектором развития долгового рынка выбран выпуск качественно новых инструментов, позволяющих инвесторам существенно снизить рискованность вложений при схожих финансовых показателях эмитента.

Достижение данной цели, по нашему мнению, возможно путем встраивания ковенантов в структуру займа, так как наличие ковенантов в структуре облигационного займа предоставляет дополнительные права инвесторам, которые в случае нарушения ковенантов имеют возможность досрочно погасить облигации либо требовать их выкупа.

Действие ковенантов может распространяться как на эмитента, так и на группу компаний (зависимые лица и компании, предоставляющие обеспечение) (рис. 5, 6).



**Р и с у н о к 5 Цели введения ковенантов для инвесторов**



Р и с у н о к 6 Цели введения ковенантов для эмитента

В структуру займа могут быть включены ковенанты, описывающие не только деятельность эмитента, но и макроэкономическое окружение бизнеса. В таком случае эмитент предоставляет инвесторам страховку от неблагоприятной макроэкономической конъюнктуры, к примеру, от падения фондовых индексов или роста ставок кредитования.

Для повышения доверия со стороны инвесторов в структуру займа может быть введен security trustee – независимое лицо, призванное обеспечить достоверность раскрываемой информации и своевременное оповещение инвесторов об исполнении или нарушении ковенантов. Данное лицо может выступать с требованием погашения или выкупа облигаций у заинтересованных инвесторов [4].

Наиболее распространенным способом определения значений финансовых ковенантов является применение сравнительного анализа отчетности эмитента с другими компаниями отрасли.

Ковенанты могут различаться в зависимости от вида бизнеса эмитента, однако некоторые из них, в частности отношение "Debt/ЕВITDA", применимы практически для любой отрасли.

В процессе выбора ковенантов эмитент может определять степень налагаемых обязательств. "Строгие" ковенанты, в отличие от "минимальных", позволяют существенно снизить стоимость заимствования, однако потребуют позитивных финансовых результатов и исполнения прочих обязательств.

Лучшая прогнозируемость денежных потоков позволит эмитенту вводить более строгие ковенанты, существенно увеличивая интерес к займу со стороны инвесторов и снижая стоимость заимствования[4].

Таким образом, в условиях повышения требований к качеству долговых инструментов именно ковенанты, на наш взгляд, способны существенно ограничить риски инвесторов, делая бизнес компании более прозрачным и прогнозируемым.

#### **БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЕ ССЫЛКИ**

1 Электронный каталог ГПНТБ России [Электронный ресурс]: Режим доступа: <http://www.cbonds.ru> – Информационное агентство «Сбондс.ру»– Загл. с экрана

2 Электронный каталог ГПНТБ России [Электронный ресурс]: Режим доступа: <http://www.cbr.ru> - Центральный Банк РФ – Загл. с экрана

3 Электронный каталог ГПНТБ России [Электронный ресурс]: Режим доступа: <http://www.ndc.ru/pw/abramov/> - Абрамов А.Е. Рынок корпоративных облигаций: эволюция спроса и предложения в сфере правового регулирования – Загл. с экрана

4 Смирнов Е.Е. На рынке облигаций России: время корректировать стратегию развития/ Е.Е. Смирнов // Инвестиционный банкинг – 2008 – №4