

Поповская Евгения Александровна
магистрант
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
E-mail: murzina.ea8@gmail.com

Научный руководитель
Тропина Жанна Николаевна
доцент Департамента финансовых рынков и банков
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
E-mail: tropina_zanna@inbox.ru

Развитие корпоративных облигаций российского рынка

Аннотация: Статья посвящена вопросам развития российского облигационного рынка, функционированию новых инструментов, таких как коммерческие облигации и структурные облигации.

Ключевые слова: облигации, корпоративные облигации, структурные облигации, коммерческие облигации, зеленые облигации, риск, доходность.

Development of Corporate Bonds on the Russian Market

Abstract: the article is devoted to the development of the Russian bond market and the functioning of new instruments, such as commercial bonds and structural bonds.

Key words: bonds, corporate bonds, structural bonds, commercial bonds, risk, yield.

Корпоративные облигации – облигации, эмитентом которых являются юридические лица, обычно акционерные общества. В отличие от других облигаций для этого вида ценных бумаг характерен более высокий риск, при этом, основным риском является риск банкротства эмитента. Однако, необходимо отметить, что доходность в целом по корпоративным облигациям значительно выше, чем доходность по муниципальным или государственным облигациям. Вместе с тем у владельцев корпоративных облигаций есть преимущество перед держателями акций: преимущественное право получения дохода по облигациям и компенсации при ликвидации эмитента. Невыплата

процентов по облигациям означает появление возможности использования законных процедур взыскания задолженности с эмитента.

Корпоративные облигации России делятся на три группы:

- первый эшелон - наиболее крупные и ликвидные компании, такие как: ВТБ, Сбербанк, Газпром и т.д.;
- второй эшелон – компании-лидеры отрасли, но, тем не менее, уступающие компаниям первого эшелона по капитализации;
- третий эшелон – небольшие компании, ценные бумаги которых подвержены наибольшему риску.

По сроку обращения корпоративные облигации можно отнести к трем группам:

- среднесрочные
- краткосрочные
- небольшие займы с плавающей процентной ставкой.

Большая доля российского рынка, если исходить из объема размещения средств, представлена среднесрочными корпоративными облигациями со сроком обращения от 3 до 5 лет.

По секторам экономики большая часть выпущенных корпоративных облигаций является облигациями нефтегазовых компаний, при этом на их долю приходится около 20%. Немного меньшую долю занимают телекоммуникационные компании (15%), затем идут транспортные компании (12%), строительные компании, производители строительных материалов и девелоперы (10%), металлургическая и горнодобывающая отрасли (10%) (Рисунок 1). Это наиболее крупные компании, которые могут привлекать инвестиции на долгом рынке. Крупнейшим эмитентом облигаций является компания Роснефть. Объем внутренних займов данного эмитента в обращении больше 3 трлн. руб.

К недостаткам корпоративных облигаций российского рынка относится отсутствие возможности внесения корректировок, длительность и сложность процесса выпуска.

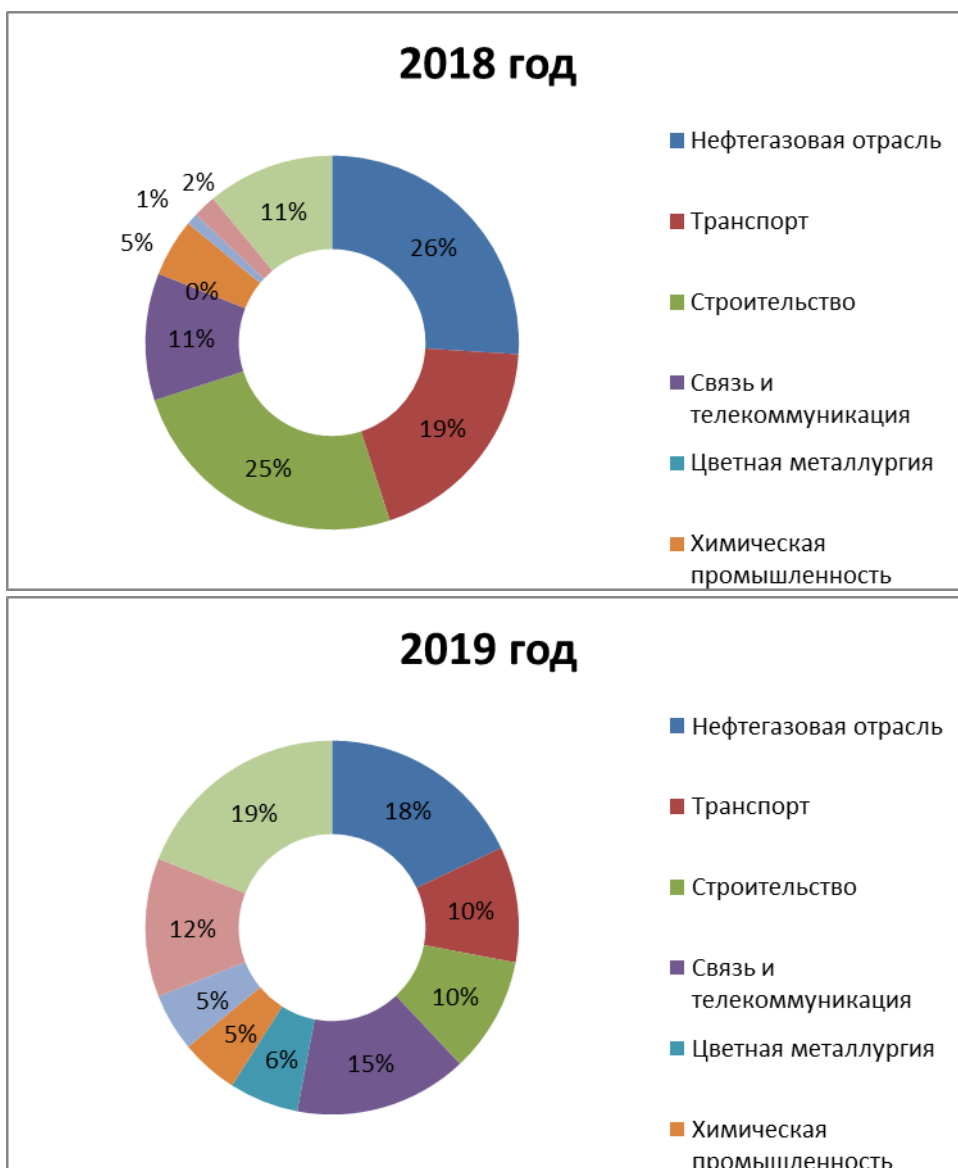


Рисунок 1. Отраслевая структура корпоративных облигаций, размещенных в 2018-2019 г.¹

В 2018 году появился новый вид облигаций – структурные облигации. Этот вид облигаций появился в ответ на запрос той группы инвесторов, которая нацелена на повышенную доходность и готовую к высокому риску, и был законодательно закреплен Законом №75-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг».

К основным отличиям структурных облигаций от классических относится зависимость получения дохода от какого-либо события (или событий) [8]. В 2019 года компанией «БКС Капитал» был размещен на

¹Источник – официальный сайт Центрального Банка РФ.

Московской бирже первый выпуск структурных облигаций, которые были зарегистрированы по российскому праву. Характеристикой данного выпуска стала частичная защита капитала. Объем выпуска составил 600 млн. руб. при трехлетнем сроке обращения и ставке в 16% годовых в рублях. Принцип работы структурных облигаций похож на структурные продукты, которые брокеры предлагают своим клиентам.

Этот инструмент, по сути, является аналогом нот, которые активно используются на зарубежном рынке ценных бумаг. До принятия Закона №75-ФЗ уже существовали облигации, выплаты по которым были привязаны к какому-либо событию, и которые, по сути, являлись комбинацией финансовых инструментов с функцией защиты капитала. Они назывались по-разному: «структурные продукты», «инвестиционные облигации» и т.п. Для того, чтобы на законных основаниях не выплачивать номинал облигаций при погашении инвесторам, эмитентам таких облигаций приходилось прибегать к таким способам, как эмиссия облигаций от лица иностранных дочерних организаций-российских банков и инвестиционных компаний. Но ввиду того, что западные страны стали вводить санкции в отношении российских финансовых организаций, выпуск подобного рода облигаций стал возможен исключительно с участием иностранных финансовых компаний, не являющихся подразделением российских организаций, что привело к удорожанию выпуска и снижению доходности, и, как следствие, падению интереса со стороны инвесторов к таким облигациям.

После принятия Закона №75-ФЗ появилась категория структурных облигаций, выплата номинала по которым наступает только при наступлении определенных обстоятельств. Теперь у инвесторов и эмитентов структурных облигаций есть ряд преимуществ в работе с данной бумагой:

- более низкие издержки, т.к. в цепочке отсутствуют иностранные финансовые организации;
- более низкие риски при инвестировании в условиях санкционного давления со стороны стран Запада;

- условия выпуска контролируются регулятором, что повышает надежность облигаций.

Закон №75-ФЗ закрыл пробелы, которые имелись в регулировании структурных облигационных займов. Аналитики и специалисты финансового рынка в целом положительно оценили качество и степень проработки данного закона.

К основным характеристикам структурных облигаций относятся:

- возможность невыплаты номинала облигации при наступлении (или ненаступлении) какого-либо события.
- возможность установления плавающего номинала, значение которого привязано к какому-либо финансовому показателю.
- запрет на досрочную оферту облигаций по инициативе эмитента, за исключением ситуаций, не зависящих от него.
- облигации с частичной защитой капитала доступны ограниченному числу инвесторов: кредитным организациям, профессиональным участникам рынка ценных бумаг, квалифицированным инвесторам.
- для инвесторов – физических лиц, не относящихся к числу квалифицированных инвесторов, доступны структурные облигации с полной защитой капитала.

Таким образом, структурные облигации представляют собой некоторый промежуточный вид ценных бумаг, занимая свое место между инструментами повышенного риска, как например акции, и инструментами консервативного профиля, как классические облигации, т.к. эмитент имеет возможность не платить номинал облигации при наступлении определенных событий. Так инвестиции в структурные облигации интересны инвестору с точки зрения более высокой потенциальной доходности при условии, если инвестор готов к определенному риску.

Судя по размещенным выпускам, на российском рынке структурных облигаций присутствует стремление занять нишу инструментов с защитой капитала, рынок будет ориентирован в основном на квалифицированных

инвесторов, поскольку уровень финансовой грамотности населения России пока еще слишком низок. С каждым годом доля структурных облигаций в портфеле инвесторов – физических лиц растет (Рисунок 2).

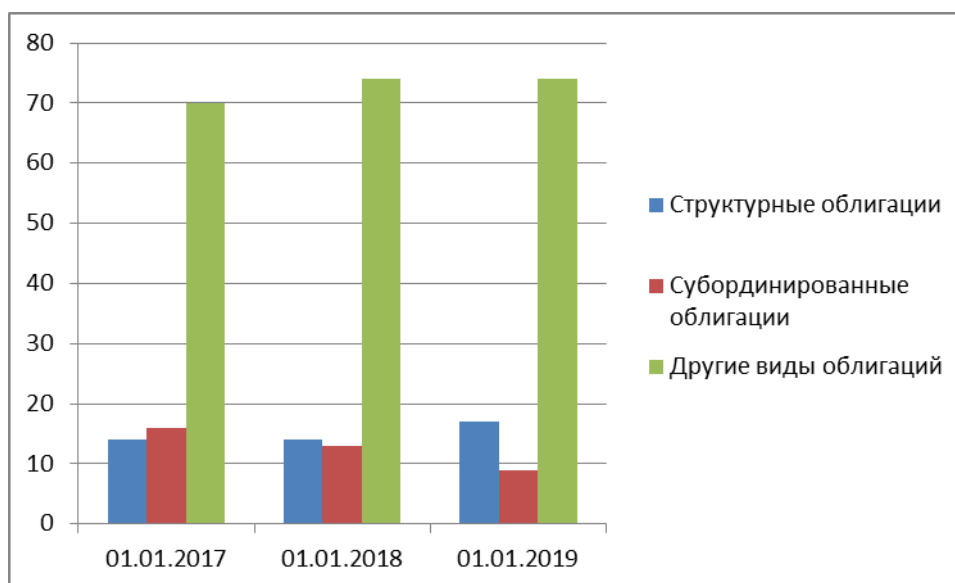


Рисунок 2. Структура вложений физических лиц в облигации по типам инструментов на дату, млрд. руб.²

Развитию внутреннего рынка структурных облигаций в большой степени способствовали изменения в законодательстве в 2018 году.³

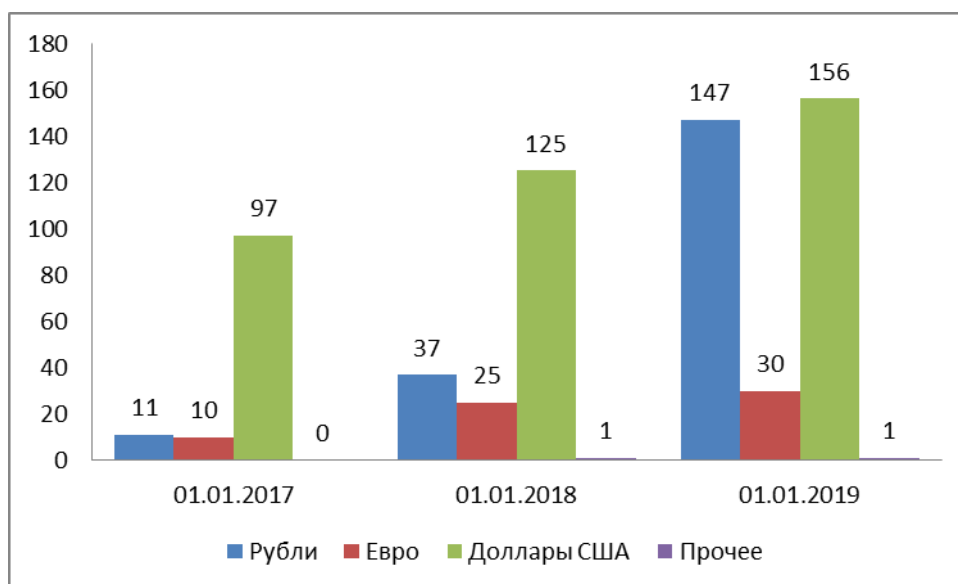


Рисунок 3. Динамика вложений физических лиц в структурные облигации по валютам на дату, млрд. руб.⁴

² Источник: Банк России, Cbonds.

³ Федеральный закон от 18.04.2018 № 75-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части регулирования структурных облигаций»

Благодаря этому объем вложений в структурные облигации физическими лицами в конце 2019 года достиг 334 млрд. руб. [5] (Рисунок 3)

В 2019 году структурные облигации стали активно предлагаться частным лицам со стороны крупнейших банков и инвестиционных компаний. Это привело к существенному росту клиентов на брокерском обслуживании в прошлом году. Примерно половина клиентов, которые открыли брокерские счета в 2019 году, была привлечена банкам и инвестиционными компаниям с целью предложить клиентам собственные структурные облигации и структурные продукты. Большую часть структурных облигаций составили облигации с полной защитой капитала, которые предназначены для неквалифицированных инвесторов.

Рассмотрим рынок коммерческих облигаций. Коммерческие облигации – это ценные бумаги, по которым не предусмотрено залоговое обеспечение и которые размещаются путем закрытой подписки. За регистрацию выпуска отвечает центральный депозитарий (НРД). Эмитенты коммерческих облигаций – небольшие компании, у которых отсутствует кредитный рейтинг. Процедура эмиссии коммерческих облигаций является максимально упрощенной, что дает возможность непубличным компаниям выйти на открытый рынок: нет необходимости в государственной регистрации выпуска, не нужно готовить проспект эмиссии, а также отчет об итогах и т.д. [9; 13; 14] Необходимо отметить, что коммерческие облигации размещаются по закрытой подписке, допустимым считается обращение на внебиржевом вторичном рынке. Большинство зарегистрированных выпусков коммерческих облигаций являются купонными ценными бумагами со сроком обращения до 5 лет. В 2019 году было зарегистрировано десять программ коммерческих облигаций совокупным объемом выпуска 560 млрд. руб. и сорок три выпуска коммерческих облигаций объемом 15 млрд. руб.

Основное преимущество коммерческих облигаций - двухуровневая процедура эмиссии. Такая мера позволяет быстро и без лишних издержек

⁴ Источник: Банк России

регистрировать решения о выпуске и гибко подходить к выбору условий финансирования.

Еще одно бесспорное преимущество выпуска данного вида облигаций – возможность размещения выпусков облигаций с разными параметрами. Помимо этого есть возможность регистрации сразу нескольких программ облигаций с разными характеристиками и условиями размещения внутри одной программы выпуска.

Процесс выпуска облигаций максимально упрощен: не требуется регистрировать проспект ценных бумаг в том случае, если проспект облигации зарегистрирован одновременно с ее программой. Эта мера призвана исключить повторения временных и постоянных расходов связанных с регистрацией полного комплекта документов при регистрации определенного выпуска в программе. Получение идентификационного номера происходит в максимально сжатые сроки: в течение пяти дней. Весь процесс регистрации и размещения выпуска облигации занимает не больше десяти рабочих дней.

Немаловажной позитивной характеристикой коммерческих облигаций являются низкие затраты на процедуру эмиссии. Сумма расходов состоит из стоимости услуг расчетного депозитария НРД, комиссий организатора при подготовке программы за выпуск облигаций. Стоимость услуг депозитария по регистрации выпуска облигаций составляет не более двухсот тысяч рублей, стоимость услуг хранения и обслуживания данных ценных бумаг находится в зависимости от параметров выпуска [5].

Другими словами, коммерческие облигации – это привлекательный финансовый инструмент с низкими издержками для предприятий малого и среднего бизнеса. С помощью коммерческих облигаций у предприятий появилась возможность сделать первый выпуск облигаций по упрощенной методике и с небольшими издержками, обеспечить себе положительную кредитную историю, а в дальнейшем получать заемные средства классическим способом – с помощью кредитования в банке или выпуска биржевых облигаций.

Но у коммерческих облигаций есть также недостатки, о которых необходимо упомянуть. Основной и, пожалуй, самый главный риск для инвестора в коммерческие облигации – кредитный риск эмитента. Так как данный вид облигаций не предполагает залога, а раскрываемая информация ограничена, для инвестора нет возможности оценить риск при инвестировании в коммерческие облигации. Стоит также напомнить, что в рамках выпуска раскрывается только информация о чистых активах компании и о самом выпуске. Этой информации явно недостаточно для принятия взвешенного решения о рисках эмитента. Также закрытая подписка делает данный вид облигаций похожим на необеспеченный кредит. Следующим заметным недостатком является то, что коммерческие облигации не включены в Ломбардный список Банка России, потому что это внебиржевой тип облигаций.

Также есть ограничения по числу инвесторов. Несмотря на то, что инвесторами могут быть как юридические, так и физические лица, имеющие счета депо в депозитариях, число инвесторов ограничено пятьюстами по одному выпуску. Физическим лицам коммерческие облигации доступны только при наличии статуса квалифицированного инвестора.

Сравнительно молодой вид облигаций – так называемые «зеленые» облигации. Этот вид ценных бумаг предполагает финансирование экологических инициатив, национальных проектов в области экологии. Развитие системы рынка «зеленых» ценных бумаг сегодня рассматривается как часть национальной стратегии развития экономики, особенно при реализации национальных проектов. Известно, что в Российской Федерации активно реализуется национальный проект «Экология». В рамках этого проекта целесообразно предусмотреть развитие «зеленых» ценных бумаг, и, в частности, «зеленых» облигаций.

Использование «зеленых» облигаций сейчас широко обсуждается как в России, так и за рубежом. 12 ноября 2019 года состоялся первый выпуск «зеленых» облигаций. В настоящее время на Московской бирже создан так называемый Сектор устойчивого развития, в который включены облигации,

созданные с целью финансирования проектов в области защиты окружающей среды и социально-значимые проекты. Сегодня в перечне ценных бумаг, включенных в Сектор устойчивого развития немного облигаций (Таблица 2).

	Эмитент	Краткое наименование	Сегмент	Объем выпуска, шт.
1	ПАО КБ "Центр-инвест"	ЦентрИБ1Р6	Зеленые	250 000
2	ФПК "Гарант-Инвест"	ГарИнв1Р06	Зеленые	500 000
3	ООО "СФО РуСол 1"	РуСолКЛА	Зеленые	4 700 000
4	ООО "СФО РуСол 1"	РуСолКЛБ	Зеленые	900 000
5	ООО "СФО РуСол 1"	РуСолКЛВ	Зеленые	100 000

Таблица 2. Перечень ценных бумаг, включенных в Сектор устойчивого развития Московской биржи⁵

Документально подтвержденного определения «зеленых» облигаций в российском законодательстве нет. В настоящее время в Российской Федерации проводится ряд мероприятий со стороны участников финансового рынка по поддержанию и развитию рынка финансирования устойчивого развития в России.

Особенность внедрения «зеленого» финансирования в России состоит в том, что этот процесс происходит в большей степени с участием Министерства промышленности и торговли, Минэкономразвития, Министерства финансов и Банка России.

Облигации выполняют важную функцию в процессе функционирования финансового рынка России. Развитие этого класса ценных бумаг будет способствовать облегчению привлечения ресурсов компаниями реального сектора экономики.

Список источников

1. О рынке ценных бумаг: федеральный закон Российской Федерации от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ (ред. от 26.07.2019 г.) // КонсультантПлюс: Версия Проф. – Справ.-прав. система.

⁵ Источник: сайт Московской биржи. URL: <https://www.moex.com/s3019>

2. Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс] : URL: <https://www.cbr.ru/> (дата обращения: 23.11.2019).
3. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016-2018 годов. - URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/44188/onrfr_2016-18.pdf (дата обращения: 23.11.2019).
4. Положение Банка России от 01.06.2016 г. №546-п. - URL: <https://www.nsd.ru/ru/services/cci/> (дата обращения: 23.11.2019).
5. Официальный сайт ПАО Московская биржа [Электронный ресурс] : URL: <http://www.moex.com/> (дата обращения: 23.11.2019).
6. Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс] : URL: <https://www.cbr.ru/> (дата обращения: 23.11.2019).
7. Алексеева И. А. Российский рынок корпоративных облигаций: тенденции и перспективы развития / И. А. Алексеева, Е. В. Макарова // Известия Байкальского государственного университета. — 2017. — Т. 27, № 3. — С. 389–400.
8. Тропина Ж.Н. Структурные облигации, новый вид облигаций российского фондового рынка.// Инновационное развитие экономики. 2019. №3(51). С.125-129.
9. Тропина Ж.Н. Специфика выпуска и обращения коммерческих облигаций.//Контентус. 2018. №7(72). С.19-24
10. Тропина Ж.Н. Облигации как источник финансовых ресурсов предприятия.// Контентус. 2018. №7(72). С.57-62
- 11.Тропина Ж.Н. Кредитные рейтинги корпоративных облигаций. E-Scio. 2018. №7(22). С.44-49.
- 12.Тропина Ж.Н. Использование облигаций в инвестиционном страховании жизни.// E-Scio. 2018. №6(21). С.144-149.
- 13.Тропина Ж.Н. Не в деньгах счастье...коммерческие бумаги как инструмент привлечения финансовых ресурсов.// Российское предпринимательство. 2004. №11. С.64-67.

14.Тропина Ж.Н. Не в деньгах счастье...коммерческие бумаги как инструмент привлечения финансовых ресурсов.// Российское предпринимательство. 2004. №9. С.68-71.