



ОБЗОР КОНФЕРЕНЦИИ «РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ: СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ»

4 октября 2004 г.

Организаторы:

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр»
ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа»



Алексей Рыбников

Генеральный директор
ЗАО «Фондовая биржа
ММВБ», директор НДЦ,
первый заместитель
генерального директора
ЗАО «ММВБ»

Рынок облигаций состоялся и достиг достаточно больших объемов: больше 250 эмитентов, больше 350 млрд. рублей. Нам особенно приятно, что рынок существует на ММВБ и вокруг ММВБ, прежде всего я имею ввиду расчетный депозитарий — НДЦ и Расчетную палату.

Идя в ногу с быстро растущим рынком и изменениями законодательства, мы организовали Фондовую биржу ММВБ, ее капитал и состав акционеров полностью сформированы, получена лицензия. Ведутся работы по организации плавного и по возможности незаметного для участников рынка перехода на новую площадку, которая начнет работу в первых числах 2005 г.

Мы постараемся сделать так, чтобы все изменения были максимально мягкими и понятными и не вызвали дополнительных расходов и юридических трудностей. В ближайшее время участникам рынка будет предложен полный пакет документов для начала работы по новым правилам.



Владимир Гусаков

заместитель руководителя
ФСФР России

Осенью ФСФР России внесет в Правительство проект изменений в закон «О рынке ценных бумаг», касающихся эмиссии и обращения биржевых (коммерческих) облигаций. Существенным плюсом нового инструмента будет упрощение процедуры регистрации его выпуска. Коммерческие облигации будут выпускаться на срок не более года. Эмитентом сможет выступать открытое акционерное общество, ценные бумаги которого находятся в листинге той биржи, на которой проводится размещение и которая сама принимает решение о регистрации и допуске коммерческих облигаций к торгам.



Константин Волков

президент НФА

К необходимости массового выпуска новых ценных бумаг — доходных, надежных, ликвидных — СРО «Национальная фондовая ассоциация» вплотную подошла после кризиса 1998 г. Эта тема стала важнейшей в подготовленной ассоциацией Программе развития рынка корпоративных ценных бумаг, звучала на многих проводимых с ее участием форумах.

В дальнейшем работа по новым эмиссиям вылилась в большой проект СРО НФА «Развитие андеррайтинга в России», в рамках которого совместными усилиями профучастников удалось резко уменьшить эмиссионную пошлину, упростить процедуру регистрации эмиссии, оптимизировать объем раскрываемой эмитентами информации, подготовить «Стандарты деятельности по андеррайтингу и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг», выпустить первое в стране Практическое «Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций» и т. д. В настоящее время ведется работа над законопроектом по коммерческим (биржевым) облигациям и рядом других, готовится новая редакция Стандарта, второе, уточненное и дополненное издание Руководства и др.

СРО НФА приглашает заинтересованные стороны к сотрудничеству в целях расширения состава эмитентов, наполнения фондового рынка новыми ценными бумагами, помощи профучастникам в налаживании высокоэффективного и прибыльного эмиссионного бизнеса.



Яков Миркин

Член совета НФА,
профессор,
докт. экон. наук

Устойчивый рост насыщенности экономики России деньгами (рост монетизации более чем на треть за последние



два года) оказал серьезное позитивное влияние на объем рынка облигаций. Радикальным образом изменилась структура внутреннего кредита. Доля внутреннего кредита, направляемого на покрытие долгов государства, в начале 90-х гг. составляла 20%, в 1998 г. достигла 65%, а в 2004 г. этот показатель, подержанный благоприятной внешнеэкономической конъюнктурой, составил 2% (на начало сентября 2004 г.). Это означает резкое снижение претензий государства к заимствованию денежных ресурсов на внутреннем рынке, их высвобождение для покрытия долгов частного сектора.

Если говорить о долгосрочных факторах, то к расширению рынка облигаций подталкивает высокая концентрация собственности в России. Мажоритарные акционеры, не заинтересованные в разводнении своих капиталов, предпочитают долговое финансирование акционерному, формируют преимущественно долговую модель финансового рынка.

Факторами, ограничивающими развитие рынка корпоративных облигаций, являются сохраняющиеся высокие риски и экстремальная волатильность российского финансового рынка (в течение многих лет один из самых волатильных в мире). Потенциальным ограничением может стать тенденция к централизации политической, социальной и административной сфер жизни, которая может вступить в противоречие с экономической либерализацией, на которой основано развитие рынка капиталов. Негативным фактором является слабость архитектуры рынка (ограниченность круга эмитентов с приемлемыми кредитными рисками, узость спроса институциональных инвесторов, отсутствие розницы, слабость андеррайтеров в покрытии спроса и рисков при размещении).

Вместе с тем в той мере, в какой будет сохраняться благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура (высокие экспортные цены, рост потоков капитала,

поддержанный мировым экономическим подъемом) и не будут реализованы политические риски внутри страны, вектор слагаемых, относящихся к факторам, влияющим на рынок облигаций, является позитивным, направленным на расширение рынка.



Дмитрий Якимчук
президент «ПРОФИ»

Деятельность СРО «ПРОФИ» направлена на стандартизацию и упрощение процесса размещения ценных бумаг. При этом основная идея объединения компаний, участвующих в размещении, заключается в создании удобных и понятных для всех участников этого сегмента рынка стандартов деятельности. Обобщая практику работы банков и инвестиционных компаний, членов «ПРОФИ», мы предлагаем внести в стандарты эмиссии ценных бумаг ряд изменений.

Во-первых, сократить до минимально возможного срок между окончательным размещением ценных бумаг и началом их вторичного обращения, что является очень важным для совершенствования механизмов первичного размещения. Для этого сократить существующий срок регистрации отчетов об итогах выпусков, заверенных финконсультантами, до 3 дней, но только в случае отсутствия нарушений на всех этапах эмиссии. *Во-вторых*, предлагаем расширить возможности эмитента по выбору финансового консультанта и выпуску облигаций с обеспечением. Также в стандартах эмиссии необходимо более четко прописать особенности процесса размещения ценных бумаг, учитывая механизм преимущественного права приобретения эмиссионных ценных бумаг. Все эти предложения поданы в ФСФР, и мы надеемся на их обсуждение.



Сергей Лялин
генеральный директор
ООО «Cbonds.ru»

Общий объем рынка корпоративных облигаций за 2004 г. вырос на 36%, количество «рыночных» эмиссий увеличилось на 20%, количество «рыночных» эмитентов возросло на 18%. Темпы роста рынка облигаций, к сожалению, не достигают прогнозируемых и возможных максимальных уровней. Несмотря на общие положительные показатели, необходимо отметить, что 2004 г. стал годом общего падения показателей. Таким образом, на мой взгляд, рынок умеренно пессимистичный. Конечно, рынок будет расти и развиваться, но структурные проблемы серьезные и быстро преодолеть их не удастся, поэтому не стоит ожидать быстрого роста.

Что можно сделать, чтобы ускорить развитие рынка? Мне кажется, что стоит развиваться в двух направлениях. Для начала, необходима отмена регистрации отчета о размещении, так как это исключительно российская норма, не соответствующая международным стандартам, которая приводит к удорожанию заемных ресурсов для эмитента. Она отсекает от первичного размещения существенную часть инвесторов, что ведет к торможению развития рынка, и делает его неконкурентным по сравнению с рынком еврообондов.

Второе направление, над которым можно и нужно работать, это развитие рынка коммерческих бумаг, т. е. краткосрочных облигаций с упрощенным порядком регистрации. Выход на этот рынок таких серьезных заемщиков, как Газпром, АЛРОСА вдохнул бы новую жизнь в рынок корпоративных облигаций за счет расширения круга эмитентов и спектра кредитного качества эмитентов. Расширится спектр инвесторов, улучшится ликвидность и так далее по цепочке это будет работать в плюс для рынка.

**Антон Лобанов**

начальник отдела листинга
ММВБ

ММВБ является абсолютным лидером среди российских биржевых площадок по проведению размещений корпоративных облигаций и организации их вторичного обращения. На 1 октября 2004 г. общий объем рынка облигаций в Секции фондового рынка ММВБ превысил 250 млрд руб. Основная тенденция развития рынка корпоративных заимствований — увеличение объемов и сроков заимствований.

В 2003 г. объем первичных размещений составил около 100 млрд руб., что превышает объем первичных размещений 2002 г. в 1,5 раза. За январь-сентябрь 2004 г. было размещено облигаций объемом около 90 млрд руб. По предварительным оценкам в 2004 г. размер первичного рынка как минимум не сократится и имеет потенциал для дальнейшего серьезного роста.

Из 176 корпоративных облигаций, допущенных к торгам на ММВБ, 55 бумаг прошли процедуру биржевого листинга. Листинг корпоративных облигаций: путь к расширению базы инвесторов, качественному повышению статуса эмитента.

**Роман Зильбер**

начальник отдела корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций «Райффайзенбанка»

Основной проблемой рынка является недостаток долгосрочных инвесторов, что ограничивает сроки привлечения ресурсов и дает большую неопределен-

ность стоимости привлечения денег. Привлечение долгосрочных инвесторов на рынок является достаточно сложной задачей хотя бы потому, что приблизительные суммарные активы банков в 12 раз превышают суммарные активы пенсионных фондов России. Организаторам выпусков зачастую просто невыгодно работать с этой категорией участников рынка по причине того, что сложность работы не окупается немедленной отдачей.

Другой аспект, который тормозит улучшение качества базы инвесторов в России, — это существующая технология размещения облигационных выпусков. В Европе действует технология распределения, когда эмитент и организатор имеют возможность распределять бумаги по своему усмотрению. В России распределение облигаций на «первичке» строго регламентировано. Переход на европейскую схему размещения позволил бы, с одной стороны активизировать работу организаторов с «качественным инвестором», с другой — лучше контролировать ликвидность выпуска за счет исключения ситуации, в которой весь выпуск скупается двумя тремя крупными инвесторами, вследствие чего становится полностью неликвиден и перестает торговаться.

**Леонид Деспотули**

начальник управления
эмиссии долговых
и долевыми инструментами
ЗАО «КБ «ГУТА-БАНК»»

Формирование параметров облигационного займа — это очень важный этап для успешного размещения, для привлечения интересов инвесторов. Параметры размещения формируются за несколько месяцев до начала размещения, до переговоров с широким кругом инвесторов и до определения реальной

конъюнктуры, которая будет на момент размещения. В связи с этим большое значение имеет квалификация организатора, которая позволяет предвидеть ситуацию на рынке, которая сложится к тому моменту, когда займ уже выйдет на рынок, и позиционировать данного эмитента в ряду уже размещенных облигационных займов.

Другим принципиальным вопросом является оформление поручительства. Поручительство может быть оформлено либо в виде договора о предоставлении поручительства, либо офертой о предоставлении поручительства в виде оферты о предоставлении поручительства нет необходимости одобрять сделку заинтересованностью между эмитентом и поручителем.

Облигации с опционом для инвесторов (обязательством эмитента по выкупу облигаций на заранее определенных условиях). Важный случай — облигации, по которым купоны определены на больший срок, чем срок до оферты. Такие облигации при сниженном риске дают при благоприятной конъюнктуре инвесторам возможность значительного дополнительного заработка. То есть при снижении доходности рост цены таких облигаций будет значительно выше, чем снижение цены при таком же по абсолютному значению росту доходности. С другой стороны, такая структура ведет к росту затрат и затруднению по управлению долгом с точки зрения эмитента. В качестве примеров можно привести последние облигационные выпуски ОАО «Центр-Телеком».

**Дмитрий Волков**

управляющий директор
корпоративных финансов
и консультирования
ФК «УРАЛСИБ»

90% обращающихся выпусков корпоративных облигаций имеют на сегодня обеспечение. В соответствии с действующим законодательством обеспечение требуется если: а) компания существует менее 3 лет; б) уставный капитал компании меньше объема выпущенных всех ее публичных долгов. Обычно пункт «б» как раз и является тем самым пунктом, благодаря которому компании идут на обеспечение.

На сегодняшний момент выделяют три основных вида обеспечения: государственную гарантию, залог, поручительство третьего лица.

Если сравнить эти три вида обеспечения по критериям защищенности, времени, исковой давности и вероятности взыскания вложений инвесторами в случае дефолта, то гарантия, конечно, имеет большую защищенность по сравнению с залогом и тем более поручительством. Но поручительство может быть необходимо в случаях, если заемщиком является компания «первого эшелона», например «Транснефть», или какая-нибудь крупная телекоммуникационная компания с маленьким уставным капиталом, но с огромными активами, то поручительство нужно для того, чтобы формально соблюсти законодательные нормы. Если же компания относится ко «второму эшелону», то очень удобно создать специальную компанию SPV, которая будет выступать эмитентом ценных бумаг под гарантию основной материнской компании. И, наконец, третья группа заемщиков — это компании второго и третьего эшелонов — маленькие компании, которые не могут привлечь большие деньги в силу ограничений по своему размеру, или компании с не очень хорошим кредитным качеством — для них как раз получение надежных гарантий является

очень удачным, а порой и единственным способом для выхода на рынок.

**Михаил Афонский**

управляющий директор
департамента инвестиционно-банковских услуг
АКБ «РОСБАНК»

В последнее время очень активно обсуждались вопросы, связанные с бюджетной реформой, например, монетизация льгот. В то же время проблемы бюджетной реформы гораздо шире, чем обсуждаемые моменты. Сама реформа может серьезно изменить финансовое состояние субфедеральных и муниципальных образований, многие из которых являются эмитентами публичных долгов. Так, например, регионам придется действовать в более жестких условиях и решать большее количество проблем, но спектр их реакций на каждую проблему расширяется. В среднесрочной перспективе можно ожидать более глубокую дифференциацию рынка региональных долгов.

Скорость централизации доходных источников оказалась выше, чем темп передачи региональных обязательств центру. Ожидается аналогичная централизация доходов внутри регионов.

Для регионов, в отношении которых на федеральном уровне централизуется более или менее ощутимая часть доходов без соответствующей компенсации, можно ожидать некоторого роста напряженности в исполнении текущих бюджетов.

В целом мы оцениваем результаты первого полугодия, прошедшего после введения реформ, достаточно оптимистично, поскольку потеря определенных налоговых поступлений была компенсирована расширением базы по другим налогам. Региональные бюджеты показали улучшение кредитного качества, поскольку значительный рост доходов снижает основной риск — риск рефинансирования и

позволяет проводить в большинстве случаев сдержанную заемную политику.

**Павел Фатеев**

Заместитель начальника
Управления корпоративных
действий и
взаимодействия с
эмитентами и
регистраторами НДЦ

Накопленный опыт НДЦ по работе с облигационными займами позволяет говорить о целом ряде проблем, стоящих перед участниками этого рынка, вызванных несовершенством законодательства.

Во-первых, это невозможность проведения операций с облигациями до регистрации отчета с итогами выпуска. Эта норма, справедливая в отношении акций, совершенно неприменима для облигаций. В результате этого для андеррайтеров, имеющих обязательства по выкупу облигаций на себя, невозможность оперативно продать такие облигации означает возможные финансовые потери. Для институциональных инвесторов это означает временное снижение ликвидности их портфеля, что также не на пользу рынку. Кстати, на рынке субфедеральных и муниципальных облигаций их вторичное обращение начинается практически одновременно с их размещением...

Во-вторых, это порядок взимания налогов с инвесторов (физических лиц и нерезидентов), чьи ценные бумаги учитываются в депозитариях, при получении ими купонного дохода или дивидендов. К сожалению, в законодательстве есть только право получения депозитариями доходов по ценным бумагам, хранимым и учитываемым на счетах депо инвесторов, но нет обязанности клиента депозитария уполномочить свой депозитарий на получение и перечисление доходов, также отсутствует обязательность выполнения депозитариями роли налогового агента по получаемым ими в пользу вла-



дельцев облигаций доходов по ценным бумагам.

Из-за необходимости сбора списка держателей и владельцев облигаций, не уполномочивших свои депозитарии на получение денежных средств, биржи прекращают торги по этому выпуску из-за того, что цена на торгах определяется с учетом накопленного купонного дохода. Если облигации имеют ежеквартальные купонные платежи, то почти календарный месяц в году (!) ценные бумаги не торгуются на бирже, что, естественно, снижает их ликвидность и не устраивает таких институциональных инвесторов, как открытые паевые фонды.



Игорь Фроловский

начальник Управления
организации выпуска ценных бумаг Банка Москвы

В настоящий момент Россия строит 36 млн кв. м в год, при советской власти этот показатель был в 2 раза выше. Тема жилья и инвестиций остается вечной, и в ближайшие 10 лет вопрос инвестиций в стройиндустрию будет актуален. Все будет зависеть от того, насколько мы как инвесторы, строители, конечные покупатели сможем выстроить между со-

бой инфраструктурное взаимодействие, и от того, каким образом федеральная власть будет помогать развитию данного сектора.

В любых инвестициях, тем более в достаточно капиталоемких, есть место для ценных бумаг. Мы убеждены, что сектор ценных бумаг стройиндустрии будет постоянно увеличиваться. Темпы развития нового сегмента будут зависеть от тех инфраструктурных моментов, которые сейчас не решены между заемщиком и конечным инвестором. На настоящий момент в ценах на недвижимость нет того бурного роста, который был последние 2–3 года. Если раньше самое главное было найти землю под застройку, то сейчас самым главным будет вопрос привлечения инвестиций. И поэтому роль финансового капитала будет существенно возрастать в плане строительства. Объективно будет потребность в нормальном инвестировании на длительные сроки — на 2–3 года. Стройиндустрия на ближайшие 3–5 лет будет надежным сегментом для вложений и, самое главное, устойчивым потребителем крупных инвестиций.

ПРОЕКТЫ НДЦ

В октябре 2004 г. в рамках совместного с ведущими регистраторами проекта НДЦ подписал с реестродержателями ЗАО «СТАТУС» (Москва) и ЗАО «Единый Регистратор» (Санкт-Петербург) договоры о взаимодействии с использованием электронного документооборота.

Подписанные соглашения позволяют НДЦ и регистраторам обмениваться информацией по электронным каналам связи. Форматы для такого обмена документами были утверждены советом директоров ПАРТАД в 2004 г.

В настоящее время взаимодействие регистраторов и лиц (в том числе номинальных держателей), зарегистрированных в реестре владельцев ценных бумаг, осуществляется в большинстве случаев, с применением бумажного документооборота. Переход на новые технологии обеспечит участ-

никам рынка быстрый и безопасный способ оформления операций с ценными бумагами.

Внедрение электронного документооборота будет осуществляться на базе уже имеющихся программно-технических средств и отлаженных технологий электронного взаимодействия, используемых большинством активных участников рынка ценных бумаг. Обмен документами при информационном взаимодействии НДЦ и регистраторов будет осуществляться с использованием системы электронного документооборота (СЭД) НДЦ.

На первом этапе реализации проекта, обмен информацией будет осуществляться по лицевому счету НДЦ как номинального держателя в реестре владельцев именных ценных бумаг. При взаимодействии стороны будут использовать электронные документы,

реализованные в XML-формате. Электронный документооборот будет касаться всех документов распорядительного и информационного характера, которыми стороны обмениваются при совершении операций по счету зарегистрированного лица, получении выписок и отчетов, проведении корпоративных действий эмитентов и т. д.

Реализация данного проекта существенно упростит и ускорит процедуру взаимодействия с реестродержателями, сократит расходы участников рынка на проведение операций в реестрах владельцев ценных бумаг, снизит сопряженные риски.

НДЦ стремится к планомерному расширению круга регистраторов, подключенных к системе электронного документооборота. ■