



Денис Гусев

аналитик отдела анализа рынка облигаций  
инвестиционного департамента МДМ-Банка



## ПРОБЛЕМА ПРОЗРАЧНОСТИ РОССИЙСКОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

Если понимать термин «ПРОЗРАЧНОСТЬ РЫНКА» как уровень восприятия и оценки инвесторами глубины рынка и эффективности ценообразования, то можно констатировать, что даже сопоставление биржевого и внебиржевого рынков не может дать представления о реальном состоянии подавляющего большинства выпусков облигаций.

Несмотря на достаточно стремительный качественный и количественный рост рынка рублевых облигаций, в глазах инвесторов данный сегмент российского фондового рынка до сих пор остается ограниченно ликвидным и непрозрачным. Недружественное для инвесторов правовое поле и общая структурная неразвитость рынка, дефицит как инвесторов, так и диверсифицированных с точки зрения кредитных рисков и временной структуры выпусков облигаций делают рынок крайне неэффективным с позиций ценообразования и непрозрачным даже для профессиональных инвесторов.

Рынок госбумаг, который во всем мире призван быть эталонным и наиболее ликвидным сегментом рынка долговых обязательств, в России также функционирует в отрыве от макроэкономической ситуации и почти полностью контролируется несколькими близкими к государству игроками. В России ГКО/ОФЗ обраща-

ются только на бирже и, казалось бы, должны быть абсолютно понятны инвесторам. Однако крайне неэффективное ценообразование сегмента привело к тому, что в российских реалиях роль *benchmark* с наиболее эффективным ценообразованием и прозрачной структурой рынка отводится облигациям Москвы, что с точки зрения общемировой практики вряд ли можно считать нормальным.

Основные объемы торгов негосударственными облигациями в России сосредоточены на ММВБ. Среди остальных площадок относительно ликвидным биржевым рынком может похвастаться только Санкт-Петербургская валютная биржа. На ней идет торговля облигациями Санкт-Петербурга, которые не представлены на ММВБ. Другие региональные биржи не обладают сколько-нибудь значимой долей в общероссийском биржевом обороте. Однако, если обратиться к биржевой статистике ММВБ, складывается впечат-

ление, что, несмотря на достаточно внушительные обороты (среднемесячный оборот по номиналу корпоративных и субфедеральных выпусков с учетом сделок РПС и РЕПО превышает 2,7 млрд долл.) торговля сосредоточена лишь в нескольких выпусках, а обороты и ценовые уровни по остальным выпускам носят преимущественно индикативный характер. Нередко продать или купить даже средний по размеру пакет бумаг, выставив котировку в терминале, невозможно. При этом, если даже в биржевом «стакане» стоят котировки, реальный уровень спроса/предложения может существенно отличаться. Среди корпоративных выпусков на ММВБ более или менее активно торгуются «фишки» (облигации Газпрома, ТНК, ВТБ, РАО «ЕЭС России» и РУСАЛа), телекомы и ограниченный круг выпусков «второго эшелона», с которыми работает небольшое количество инвесторов. За прошедшие 10 мес. 2004 г. безусловным

лидером по биржевым оборотам (с учетом сделок РЕПО) стал третий выпуск Газпрома, на который пришлось 12% всего оборота корпоративного сектора; доля первой десятки составила около 30%, причем 7 «фишек» обеспечили четвертую часть оборота (табл. 1). Большинство остальных выпусков (особенно это касается облигаций «третьего эшелона») имеет очень ограниченную ликвидность на бирже, а единичные сделки происходят только в конце отчетных периодов, когда перед инвесторами встает необходимость переоценить портфели. Если бы не вызвавшее в свое время большой резонанс Постановление ФКЦБ России № 03-52/пс, которое регламентирует методику определения признаваемых котировок, с большой долей вероятности многие выпуски даже эпизодически не появлялись бы на бирже после размещения. Следует отметить, что на сделки РЕПО в среднем приходится около 30% всего оборота биржи, в данном сегменте доля «фишек» существенно ниже (около 10–15%), а основной оборот состоит из облигаций «второго эшелона».

В секторе субфедеральных бумаг ситуация еще более удручающая. В силу того, что рынок субфедеральных выпусков гораздо уже, чем сектор корпоративных бумаг, биржевой оборот практически полностью сосредоточен в облигациях Москвы (на которые в среднем приходится около 70% всего оборота) и Московской области (табл. 2). Доля сделок РЕПО примерно совпадает с корпоративным сектором и составляет около 30%. Однако, в отличие от корпоративного сектора, доля «фишек» (облигации Москвы) от оборота сделок РЕПО по объективным причинам составляет 65–70%.

Торговля облигациями в России не ограничивается только биржевыми сделками на ММВБ. Существенная часть сделок совершается на внебиржевом рынке, что является общепринятой мировой практикой. Пока еще некорректно сравнивать российский рынок рублевого долга с наиболее эффективным в мире рынком облигаций — *US Treasuries*. Однако даже менее развитый (по сравнению с рынком *US Treasuries*) рынок российских еврооблигаций функционирует вне биржи и при этом является практически полностью прозрачным и обладает в силу широкого круга профессиональных инвесторов эффективным ценообразованием. «Плюсы» и «минусы» торговли вне биржи очевидны. С одной стороны, инвесторы имеют большую свободу маневра в выборе временной и содержательной структуры сделки. Помимо этого, большинство из них предпочитают работать нестандартными (в данном

случае крупными) лотами именно вне биржи. Во многом это вопрос тактики. Очевидный интерес крупного игрока к покупке или продаже какого-либо выпуска может существенно изменить конъюнктуру рынка. Особенно это касается недавно размещенных выпусков, когда крупные сделки (порой до 10–20% номинального объема выпуска) могут продемонстрировать рынку, насколько «рыночным» было размещение облигаций. Кроме того, при торговле вне биржи существует экономия на комиссии, размер которой на порядок

**Таблица 1. ЛИДЕРЫ БИРЖЕВОГО ОБОРОТА СРЕДИ КОРПОРАТИВНЫХ БУМАГ (С УЧЕТОМ СДЕЛОК РЕПО) ЗА ЯНВАРЬ—ОКТАБРЬ 2004 Г.**

ТОР-10 Биржа	Оборот, млн руб.	Доля, %
ГАЗПРОМ А3	56 463	12
ГАЗПРОМ А2	14 717	3
ВТБ - 4 об	11 494	3
ВымпКомФ-1	8 669	2
РусАлФ-2в	8 460	2
ЕЭС-обл-2в	7 917	2
Мечел ТД-1	7 353	2
АЛРОСА 19в	6 650	1
РусАлФ-1в	5 583	1
ЦентрТел-4	5 430	1

Источник: По данным НДЦ и расчетам МДМ-Банка.

ниже, чем на ММВБ. С другой стороны, при торговле вне биржи, помимо определенных дополнительных технических действий со стороны участников сделки, появляются риски контрагентов, что, впрочем, не критично для большинства инвесторов. Технология совершения сделок вне биржи в настоящее время уже отлажена, а риски контрагентов минимизируются либо через установление лимитов, либо через работу на условиях *DVP* (*Delivery versus payment*).

В России торговля негосударственными облигациями вне биржи проходит двумя способами. Первый — так называемые расчеты на условиях перевода со свободной поставкой, когда кредитные риски контрагентов возложены на участников сделки. Второй — сделки с использованием схемы *DVP* НДЦ, когда кредитные риски контрагентов берет на себя НДЦ и расчетный банк. Несмотря на то что *DVP* НДЦ более безопасна для контрагентов, доля таких сделок относительно невелика. В корпоративном секторе инвесторы прибегают к схеме *DVP* либо при заключении действительно больших сделок даже с проверенными контрагентами, либо при заключении относительно небольших сделок с бумагами «второго» и «третьего эшелона», когда контрагентами выступают организации, которые не имеют друг на друга лимитов. В подавляющем боль-

шинстве случаев инвесторы предпочитают заключать сделки на условиях свободной поставки и работают в пределах установленных взаимных лимитов. По корпоративным выпускам общий объем сделок на условиях *DVP* составляет в среднем 8–10% от всех внебиржевых сделок. Активный рост доли сделок *DVP* — до 15% произошел во время летнего «кризиса доверия», когда инвесторы закрывали взаимные лимиты даже на проверенных контрагентов. Однако уже в сентябре доля сделок *DVP* опустилась ниже 10% и в

**Таблица 2. ЛИДЕРЫ БИРЖЕВОГО ОБОРОТА СРЕДИ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ БУМАГ (С УЧЕТОМ СДЕЛОК РЕПО) ЗА ЯНВАРЬ—ОКТАБРЬ 2004 Г.**

ТОР-10 Биржа	Оборот, млн руб.	Доля, %
МГор29-об	51 166	15
МГор38-об	43 257	13
Мос, обл, 4в	23 858	7
МГор31-об	22 224	6
МГор39-об	13 463	4
МГор32-об	9 955	3
МГор26-об	9 661	3
МГор40-об	6 956	2
МГор33-об	6 411	2
МГор37-об	5 830	2

Источник: По данным НДЦ и расчетам МДМ-Банка.

октябре составила 9% (табл. 3)

Общий среднемесячный внебиржевой оборот корпоративных выпусков не превышает 1 млрд долл., что составляет примерно 40% от всего оборота. По итогам 10 мес. лидером является третий выпуск Газпрома, однако его доля в общем внебиржевом объеме — всего 5%. На долю 10 наиболее активно торговавшихся выпусков приходится около 23% внебиржевого оборота (30% на бирже), а среди лидеров наблюдаются выпуски практически всех «эшелонов». Тем не менее, несмотря на то, что спектр торгуемых бумаг вне биржи шире, чем на бирже, ликвидность бумаг «второго» и «третьего эшелона» коренным образом не различается. Те выпуски, которые демонстрировали хорошую ликвидность и рыночное ценообразование на бирже, занимают примерно такие же позиции на внебиржевом рынке (табл. 4).

Сделки по тем выпускам, которые были слабо представлены на бирже, можно разделить на 2 категории:

- единичные крупные сделки, которые преимущественно проводят организаторы после прошедших аукционов:

- несколько сделок (в среднем 5–10 шт. в месяц) объемом до 10 тыс. бумаг.

Ни те, ни другие не являются «рыночными» сделками в традиционном понимании. К сожалению, НДЦ не раскрывает

доли внебиржевых сделок РЕПО и сделок купли/продажи. Однако цены внебиржевых сделок по большинству торговавшихся выпусков ниже рыночных примерно на 10%, что является средним уровнем дисконта при заключении сделок РЕПО. В связи с этим можно предположить, что существенная часть внебиржевых сделок — это именно сделки РЕПО.

В таком случае говорить о том, что крайне низкая ликвидность на бирже бумаг «второго» и «третьего эшелона» корпоративных облигаций — следствие ак-

вом рынке не наблюдается, а биржевая торговля корпоративными облигациями в принципе демонстрирует реальную картину всего рынка облигаций.

В субфедеральном секторе картина несколько иная. Среднемесячный оборот на внебиржевом рынке составляет около 400 млн долл., при этом доля сделок РЕПО достаточно существенная. На 10 наиболее активно торговавшихся в январе — октябре субфедеральных и муниципальных выпусков приходится 61% оборота (против 56% на бирже), а на лидера (38-й вы-

лее вероятным объяснением этому служит тот факт, что ликвидность облигаций Москвы даже на внебиржевом рынке на порядок выше всех остальных выпусков. Вместе с тем основными инвесторами в данный сегмент являются крупные игроки, которые обладают повышенными требованиями как к кредитному риску эмитентов, так и к кредитному риску контрагентов. Тем не менее, в отличие от корпоративного сегмента, внебиржевой рынок субфедеральных выпусков из-за ограниченного количества эмитентов,

Таблица 3. БИРЖЕВОЙ И ВНЕБИРЖЕВОЙ ОБОРОТ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ (ПО НОМИНАЛУ)

Показатель	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь
<b>КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ</b>										
Биржевой оборот*, млн руб.	36,848	30,864	46,669	49,906	32,043	46,342	46,482	46,157	53,347	64,791
Внебиржевой оборот**, млн руб.	28,652	21,863	34,775	25,805	22,059	27,740	29,928	23,930	35,973	31,987
Оборот DVP, млн руб.	1,840	2,454	3,753	3,204	1,689	1,772	4,465	3,418	2,476	2,839
Оборот св, поставкой, млн руб.	26,811	19,409	31,022	22,601	20,370	25,968	25,463	20,512	33,497	29,148
Итого оборот, млн руб.	65,499	52,727	81,443	75,710	54,102	74,082	76,410	70,087	89,320	96,778
Внебиржевой/биржевой, %	44	41	43	34	41	37	39	34	40	33
DVP/свободная поставка, %	6	11	11	12	8	6	15	14	7	9
<b>СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ</b>										
Биржевой оборот*, млн руб.	26,469	32,388	40,975	27,548	20,660	26,616	30,924	24,756	47,538	66,875
Внебиржевой оборот*, млн руб.	8,722	9,805	20,619	8,499	10,137	17,518	18,482	14,954	5,058	10,600
Оборот DVP, млн руб.	1,844	1,911	1,239	1,200	3,732	6,679	7,111	5,968	834	1,016
Оборот св, поставкой, млн руб.	6,878	7,894	19,380	7,299	6,405	10,840	11,371	8,986	4,224	9,584
Итого оборот, млн руб.	35,191	42,192	61,594	36,047	30,797	44,135	49,405	39,709	52,596	77,475
Внебиржевой/биржевой, %	25	23	33	24	33	40	37	38	10	14
DVP/свободная поставка, %	21	19	6	14	37	38	38	40	16	10
Итого оборот, млн руб.	100,691	94,920	143,037	111,757	84,899	118,217	125,816	109,797	141,916	174,253

\* С учетом сделок РЕПО.

Таблица 4. ЛИДЕРЫ ВНЕБИРЖЕВОГО ОБОРОТА КОРПОРАТИВНЫХ БУМАГ (С УЧЕТОМ СДЕЛОК РЕПО) ЗА ЯНВАРЬ—ОКТАБРЬ 2004 Г.

ТОР-10 Биржа	Оборот, млн руб.	Доля, %
ГАЗПРОМ АЗ	13 031	5
УралСвзИнб	9 479	3
ММК-17	7 639	3
Роспечать1	7 046	2
Мечел ТД-1	5 824	2
РусАлФ-1в	5 714	2
АИЖК 2об	4 986	2
МИА-1об	4 950	2
РОСБАНК-1	3 269	1
ДальСвз1об	2 888	1

Источник: По данным НДЦ и расчетам МДМ-Банка.

тивной внебиржевой торговли, не приходится.

Следовательно, можно констатировать тот факт, что, несмотря на более широкий спектр торгуемых вне биржи инструментов, пока качественно более высокого уровня ликвидности на внебирже-

Таблица 5. ЛИДЕРЫ ВНЕБИРЖЕВОГО ОБОРОТА СРЕДИ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ БУМАГ (С УЧЕТОМ СДЕЛОК РЕПО) ЗА ЯНВАРЬ—ОКТАБРЬ 2004 Г.

ТОР-10 Биржа	Оборот, млн руб.	Доля, %
МГор38-об	17 329	14
ХантМан5об	13 783	11
Мос.обл.3в	12 426	10
МГор29-об	9 114	7
Мос.обл.4в	8 373	7
ЯНАО-1 об	4 848	4
Якут-05 об	3 408	3
Мос.обл.2в	2 480	2
МГор27-об	2 375	2
НовсибОбл1	1 768	1

Источник: По данным НДЦ и расчетам МДМ-Банка.

пуск Москвы) — примерно 14% всего оборота сектора (табл. 5).

В субфедеральном секторе доля сделок DVP по сравнению со сделками на условиях перевода со свободной поставкой выше, чем в корпоративном секторе — приблизительно 30–40%. Наибо-

дает более четкую картину реального состояния рынка.

Таким образом, внебиржевой рынок негосударственных облигаций в целом повторяет биржевой рынок. Динамика объемов торгов и структура оборота примерно одинакова в обоих сегментах. Можно констатировать, что то ограниченное количество выпусков, по которым существует относительно эффективное ценообразование на бирже, лидирует и на внебиржевом рынке. Внебиржевой же рынок в основном используется инвесторами для проведения операций РЕПО и единичных сделок, что не меняет кардинальным образом расстановку сил на всем рынке. ■