



Интервью с начальником управления корпоративных действий и взаимодействия с эмитентами и регистраторами НДЦ
Владимиром Лагуновым



ИНФРАСТРУКТУРА — ОПОРА ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА

С января по октябрь 2004 г. на биржевой оборот по корпоративным облигациям приходится примерно 60%, а на внебиржевой (в НДЦ) — 40%. По субфедеральным и муниципальным облигациям такое соотношение в среднем составило 75 и 25%. Однако при анализе данных о биржевых и внебиржевых сделках следует учитывать ряд моментов. В частности, в биржевые и во внебиржевые объемы попадают сделки, совершаемые андеррайтерами после регистрации отчета об итогах размещения корпоративных облигаций, хотя подобные операции по сути являются доразмещением облигаций. Кроме того, на общую «картину» влияют оферты эмитентов, которые исполняются как на бирже, так и вне биржи.

РЦБ Владимир Яковлевич, как Вы оцениваете текущий баланс на облигационном российском рынке между биржевыми и внебиржевыми сделками?

В. Л. Если рассмотреть данные ММВБ и НДЦ по биржевому и внебиржевому обороту облигаций, то можно увидеть, что в отдельные месяцы по одним выпускам облигаций биржевой оборот составляет 100%, а по другим — имеет место только внебиржевой оборот. Соотношение биржевого и внебиржевого оборота отдельно по корпоративным и региональным облигациям (например, с января по октябрь 2004 г.) свидетельствует о том, что на биржевой оборот приходится примерно 60%, а на внебирже-

вой (в НДЦ) — 40%. По субфедеральным и муниципальным облигациям в эти месяцы сложилось другое соотношение — в среднем соответственно 75 и 25%, хотя в отдельные месяцы эти соотношения были другими: 60 и 40% или 90 и 10%.

Как правило, депозитарии и их специалисты приводят только некоторые сводные данные по учитываемым ценным бумагам и операциям с ними, не комментируя и не делая выводов — это дело специалистов банков, инвестиционных компаний, информационных агентств, аналитиков. Данный случай — не исключение. Добавлю только, что, когда говорят о балансе биржевых и

внебиржевых сделок, то имеют в виду вторичный рынок бумаг.

При анализе данных о биржевых и внебиржевых сделках надо учитывать ряд моментов. В частности, в биржевые и во внебиржевые объемы попадают также сделки, совершаемые андеррайтерами после регистрации отчета об итогах размещения корпоративных облигаций, хотя подобные операции, по сути, являются доразмещением облигаций, выкупленных при размещении андеррайтерами на себя. Кроме того, влияют на общую «картину» и оферты эмитентов, которые исполняются как на бирже, так и вне биржи, но их достаточно трудно причислить к вторичному рынку, опреде-

ляющему «рыночную ликвидность» облигаций.

Проведение анализа данных биржевого и внебиржевого оборота облигаций с учетом или без учета указанных выше факторов не входит в задачи уполномоченного и расчетного депозитария, его задача — обеспечивать депозитарное обслуживание как биржевых, так и внебиржевых сделок.

РЦБ Каковы основные характеристики рынка *fixed income* с точки зрения инфраструктурных проблем и достижений?

менте рынка?

В. Л. Ликвидность той или иной бумаги определяется не только кредитным рейтингом эмитента, совершенством инфраструктуры, обеспечивающей обращение его облигаций, но и такими факторами, как объем выпуска, количество потенциальных инвесторов на рынке, количество инвесторов, купивших эти облигации, их инвестиционные приоритеты, возникающая потребность одних инвесторов продать, других — купить, не дожидаясь погашения выпуска, и т. п. Основным факто-

как «временных сдвигов» при выплате купонов, погашении облигации, как правило, нет: эмитенты производят платежи в даты купонных выплат и погашения. Правда, существуют некоторые выпуски облигаций, решениями об обращении которых установлено прекращение на данный период всех, а не только биржевых операций. Но их на рынке остается все меньше и меньше.

Проблема будет решена, если ответить на вопросы: как сократить время между фиксацией списка и выплатой дохода и как не приостанавливать обращение облигаций в этот период?

Время между датой фиксации списка держателей облигаций и датой выплаты доходов по ним складывается из трех основных этапов.

Первый этап включает время на раскрытие уполномоченному депозитарию его депонентами-депозитариями информации о своих клиентах — владельцах облигаций, если решением о выпуске облигаций предусмотрено, что выплата дохода проводится именно владельцам облигаций или если депозитарий не уполномочен своим клиентом на получение доходов по ценным бумагам.

Второй этап — время, затрачиваемое эмитентом на обработку полученного от уполномоченного депозитария списка держателей облигаций (если в списке присутствуют нерезиденты, физические лица, то в этом случае учитывается время, затраченное на расчет налогов, анализ представленных владельцами облигаций документов о наличии налоговых льгот и т. п.). Продолжительность второго этапа зависит от готовности бухгалтерии эмитента, его финансовых структур провести все эти действия в сжатые сроки и от степени взаимодействия со своим платежным агентом.

Третий этап — время, затрачиваемое платежным агентом на перечисление полученных от эмитента денежных средств держателям облигаций.

Соответственно общее сокращение времени складывается из возможностей его сокращения на каждом этапе, что можно осуществить за счет совершенствования организации и технологии взаимодействия уполномоченного депозитария со своими депонентами, с эмитентом и его платежным агентом. НДС не только устанавливает электронный документооборот со своими депонентами при сборе списков и проведении операций, но и предлагает такое взаимодействие с платежными агентами эмитентов облигаций.

НДС также оказывает услугу эмитентам облигаций в качестве платежного агента,

Ликвидность той или иной бумаги определяется не только кредитным рейтингом эмитента, совершенством инфраструктуры, обеспечивающей обращение его облигаций, но и такими факторами, как объем выпуска, количество потенциальных инвесторов на рынке, их инвестиционные приоритеты и т. п.

В. Л. Рынок облигаций с «инфраструктурной стороны» характеризуется использованием основной формы выпуска облигационных займов в виде ценных бумаг на предъявителя с обязательным централизованным хранением сертификата в уполномоченном депозитарии, являющемся расчетным для той или иной фондовой биржи, на которой планируется организация размещения и/или обращение ценных бумаг выпуска. Это объясняется удобствами и для эмитента, и для профессиональных участников — организаторов выпуска, и для инвесторов.

Нерыночные облигационные займы выпускаются либо в документарной форме на предъявителя с передачей сертификата инвестору-кредитору или уполномоченному депозитарию, не являющемся расчетным, но обслуживающему нескольких кредиторов, либо в виде именных ценных бумаг, реестр которых ведет регистратор эмитента.

Инфраструктурные проблемы, характерные для последних, и определяют редкость применения таких форм выпуска облигационных займов.

РЦБ Что, по Вашему мнению, является ключевым фактором недостаточной ликвидности рынка облигаций? Каким образом можно снизить временные сдвиги при выплате купонов, погашении облигации на корпоративном сег-

менте рынка? Количество инвесторов: по закону больших чисел увеличивается вероятность возникновения потребности как в продаже, так и в покупке облигаций на вторичном рынке, что в конечном счете и определяет ликвидность ценной бумаги.

Для повышения ликвидности рынка корпоративных облигаций целесообразно внести в действующее законодательство, изменения, которые отменили бы необходимость регистрации отчета об итогах выпуска корпоративных облигаций. Это позволит практически одновременно с началом размещения облигаций осуществлять допуск к торгам на бирже и совершать сделки (так делается на рынке субфедеральных и муниципальных облигаций). Проводимая в настоящее время ФСФР работа по внесению в Стандарты эмиссии изменений, направленных на сокращение сроков регистрации отчетов по итогам размещения облигаций, важна и давно ожидаема на рынке, но хочется надеяться, что в будущем изменения, предложенные ФСФР, будут более кардинальными.

Под «временным сдвигом», скорее всего, понимается отрезок времени, когда биржи прекращают торговать купонными облигациями после фиксации списка для выплаты купонного дохода или суммы номинала, т. е. погашения облигаций, так

что позволяет по тем выпускам, где НДС является платежным агентом, сократить на 2–3 дня срок между фиксацией списка и выплатой дохода по облигациям.

Однако для сокращения времени между фиксацией списка и выплатой дохода по облигациям одним усилий только уполномоченного депозитария и его депонентов не достаточно. Необходимо совершенствование законодательной базы, чтобы позволить в отношении ценных бумаг физических лиц и нерезидентов, учитываемых на счетах депо в депозитариях,

часть в себя отслеживание цен организаторами торговли и передачу информации в регулирующий орган на рынке ценных бумаг.

Проверка фактов манипулирования на рынке ценных бумаг и привлечение к ответственности виновных лиц осуществляется федеральным органом исполнительной власти на рынке ценных бумаг в соответствии с действующим законодательством. При этом различий в отслеживании манипулирования на рынке акций и рынке облигаций нет.

Для сокращения времени между фиксацией списка и выплатой дохода по облигациям одним усилий только уполномоченного депозитария и его депонентов не достаточно. Необходимо совершенствование законодательной базы.

переложить функцию налогового агента государства с эмитента на депозитарии — номинальные держатели ценных бумаг эмитента.

Что касается приостановки обращения облигаций в этот данный период времени, то в отношении большей части выпусков облигаций нет ни каких ограничений на внебиржевой оборот. Только биржи приостанавливают на это время торги облигациями. Но и эта проблема постепенно может быть решена путем изменений фондовыми биржами своих правил торгов купонными облигациями в промежуток между датой фиксации списка и датой купонного платежа/погашения, меняющих процесс определения цены сделки исключением из цены сделки суммы накопленного купонного дохода. Однако этот вопрос относится к биржам, а не к депозитариям.

РЦБ Отслеживаются ли в настоящее время попытки манипулирования на облигационном рынке (например, по аналогии с рынком акций)? Если да, то каким образом?

В. Л. Поскольку под манипулированием на рынке ценных бумаг подразумевается оказание влияния на цену покупки и продажи бумаг, а оказание депозитарных услуг базируется на учете номинальной стоимости ценных бумаг, то у НДС нет возможности отслеживать попытки манипулирования ценами на фондовом рынке. Для отслеживания подобных действий законодателем был разработан специальный механизм, который вклю-

пример, с производными инструментами?

В. Л. НДС готов налаживать инфраструктуру депозитарного обслуживания эмиссионных ценных бумаг, в том числе и облигаций, выпуск и обращение которых предусматривается действующим законодательством Российской Федерации.

Уже сегодня по законодательству возможен выпуск некоторых видов облигаций, например с обеспечением, однако порядок их выпуска пока недостаточно четко определен. Как только на уровне подзаконных нормативных актов порядок выпуска таких облигаций будет отрегулирован, НДС предложит депозитарное обслуживание для таких ценных бумаг. ■

РЦБ Готов ли НДС к работе с более сложными облигационными продуктами, отягощенными *covenants*, или, на-

