

УДК 336.763.3

И. В. Дубовик

кандидат экономических наук, доцент,
Байкальский государственный университет экономики и права

О ПЕРСПЕКТИВАХ РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Облигации как один из возможных инструментов привлечения инвестиций активно осваиваются российскими корпорациями, включая финансовые институты. Разнообразие по объемам выпуска, срокам привлечения и предлагаемой доходности дополняется видовым различием. Наиболее популярным видом корпоративных облигаций являются биржевые облигации, к выпуску которых прибегает все больше отечественных предприятий и банков. Растущая востребованность биржевых облигаций связана с тем, что их выпуск освобожден от процедуры обязательной государственной регистрации. Вместе с тем, количество эмитентов биржевых облигаций ограничено требованиями, предъявляемыми к условиям выпуска данных ценных бумаг. В статье рассматриваются законодательные изменения условий выпуска биржевых облигаций и оценивается их влияние на развитие организованного долгового рынка.

Ключевые слова: биржевые облигации; эмитенты; инвесторы; публичная компания; фондовая биржа.

I. V. Dubovik

PhD in Economics, Associate Professor,
Baikal State University of Economics and Law

ON THE ISSUES OF THE RUSSIAN CORPORATE BOND MARKET PROSPECTS

Russian corporations, including financial institutions, actively explore bonds as one of the possible tools of attracting investments. Bonds differ by their types that can be classified according to their volumes of issues, maturity date and yield to maturity. The most common type of corporate bonds are exchange bonds issued by a growing number of domestic enterprises and banks. The growing demand for exchange bonds is related to the fact that their issue is released from the procedure of compulsory state registration. However, the number of issuers of exchange bonds is restricted by the requirements imposed on the process of issue of these securities. In this regard, the article considers legislative changes in the conditions of exchange bonds issue and assesses their impact on the organized bond market development.

Keywords: exchange bonds; issuer; investors; public company; stock exchange.

С момента появления российский рынок корпоративных облигаций демонстрирует высокие темпы роста, которые не снижаются и в кризисные периоды (табл. 1). Рынок корпоративных облигаций прирастал ежегодно значительными темпами: 2010 г. — 19,2 %; 2011 г. — 15,2 % и 2012 г. — 21,2 %. В структуре рынка долговых ценных бумаг он занимает стабильно около половины объема, находясь на втором месте после рынка федеральных облигаций.

**Динамика объема рублевого долгового рынка в 2010–2013 гг.
(на 1 января)**

Долговые ценные бумаги	2010		2011		2012		2013	
	млрд р.	%	млрд р.	%	млрд р.	%	млрд р.	%
Облигации								
федеральные	1 470	30,6	2 054	33,9	2 830	39,9	3 297	39,1
муниципальные	392	8,1	450	7,4	424	6,0	440	5,2
корпоративные	2 502	52,0	2 983	49,3	3 437	48,5	4 166	49,5
Векселя	450	9,3	570	9,4	400	5,6	525	6,2
<i>Всего</i>	4 814	100,0	6 057	100,0	7 091	100,0	8 428	100,0

Составлено по: [2, с. 2].

Бурное развитие российского рынка корпоративных облигаций сопровождается появлением их новых видов. Каждый вид корпоративных облигаций предназначен для решения определенных экономических проблем, поэтому иногда может иметь узкую направленность, но всегда — очень конкретные характеристики.

Одним из видов корпоративных облигаций являются биржевые облигации, введенные в обращение Федеральным законом «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации» от 27 июля 2006 г. № 138-ФЗ. В соответствии с ним гл. 5 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ дополчилась ст. 27.5-2 «Особенности эмиссии и обращения биржевых облигаций», в которой корпорациям разрешается выпускать на рынок так называемые биржевые облигации. Принципиальное отличие биржевых облигаций от традиционных облигаций заключается в освобождении условий их выпуска от процедуры обязательной государственной регистрации. Это возможно, однако, только при одновременном выполнении условий, перечисленных в семи подпунктах п. 1 указанной статьи. Обращают на себя внимание два подпункта из семи, так как именно они подвергались в дальнейшем корректировкам. В подп. 2 сказано, что эмитентом биржевых облигаций является открытое акционерное общество, акции которого включены в котировальный Список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам. В подп. 5 говорится, что срок исполнения обязательств по облигациям не может превышать один год с даты начала их размещения¹.

Из формулировок приведенных подпунктов видно, что биржевые облигации — это краткосрочные ценные бумаги, которые может выпускать только публичная компания, т. е. компания, чьи акции свободно обращаются на организованном рынке. При этом не просто обращаются, а включены в котировальный Список, следовательно, имеют хорошую ликвидность. Значит, речь идет о популярных компаниях, ранее прошедших проверку регистрирующего органа и постоянно находящихся под его контролем, а также контролем фондовой биржи.

Таким образом, введение нового вида корпоративных облигаций дало инвесторам достаточно надежный инструмент, а публичным акционерным обществам облегчило выход на свободный рынок, наложив одновременно с этим ряд серьезных ограничений.

¹ О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации : федер. закон от 27 июля 2006 г. № 138-ФЗ. П. 3.

Последующие годы показали востребованность рынком нового инструмента, но вместе с тем определенную трудоемкость для эмитентов по ежегодному осуществлению заимствований. Результатом стала либерализация условий выпуска биржевых облигаций. Федеральный закон «О внесении изменений в ст. 27.5-2 Федерального закона “О рынке ценных бумаг”» от 30 декабря 2008 г. № 320-ФЗ внес в отмеченные ранее подпункты п. 1 ст. 27.5-2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»¹ очень существенные изменения. В подп. 2 указано, что эмитентом биржевых облигаций может быть хозяйственное общество, государственная корпорация или международная финансовая организация, если в котировальный Список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам, включены их акции и (или) облигации. В подп. 5 предельный срок биржевых облигаций увеличен до трех лет². Теперь корпорациям достаточно было иметь только облигации, обращающиеся на бирже и включенные в ее котировальный Список, чтобы стать эмитентами биржевых облигаций. Это, а также указание на «хозяйственное общество» означало, что право выпускать биржевые облигации получили не только открытые, но и закрытые акционерные общества, а также общества с ограниченной ответственностью и с другими формами коллективной собственности.

Таким образом, расширился круг потенциальных эмитентов биржевых облигаций и возростала возможность потенциальных инвесторов по оптимизации своих портфелей ценных бумаг.

Как известно, на фондовом рынке под публичными компаниями понимаются открытые акционерные общества, чьи акции обращаются на свободном рынке. Однако, если на свободном, тем более, биржевом рынке обращаются облигации, прошедшие процедуру государственной регистрации, думается, также можно говорить о публичном статусе их эмитентов. По В. И. Далю публичный — «всенародный, оглашенный, явный, известный», что соответствует положению облигаций из котировальных Списков биржи [1, с. 546].

Последние изменения, касающиеся выпуска и обращения биржевых облигаций, произошли с принятием Федерального закона № 282-ФЗ от 29 декабря 2012 г.³, который вступил в силу со 2 января 2013 г. Согласно данному документу, подп. 2 и 5 из п. 1 ст. 27.5-2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» удалены. Можно заключить, что законодатель пошел по пути дальнейшей либерализации. Отсутствие подп. 2 означает, что для эмитентов не является обязательным, чтобы их акции и (или) облигации обращались на биржевом рынке, что открыло выход на биржу непубличным компаниям. Другими словами, законодатель допустил на организованный рынок ценные бумаги эмитентов, не прошедших предварительную проверку, ранее неизвестных инвестиционному сообществу и, соответственно, с сомнительной ликвидностью. Отсутствие подп. 5 снимает ограничения по максимальной срочности биржевых облигаций.

Если снятие ограничений со срока обращения биржевых облигаций не вызывает вопросов, так как соответствует общему законодательству по выпуску корпоративных облигаций, то допуск на открытый рынок облигаций без про-

¹ О рынке ценных бумаг : федер. закон от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ.

² О внесении изменений в ст. 27.5-2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» : федер. закон от 30 дек. 2008 г. № 320-ФЗ. П. 1, подп. «а», «в».

³ О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации : федер. закон от 29 дек. 2012 г. № 282-ФЗ. П. 21.

хождения процедуры государственной регистрации и при этом неизвестных ранее эмитентов значительно повышает вероятность дефолтов и создает угрозу стабильности рынка корпоративных ценных бумаг. О растущей популярности биржевых облигаций среди эмитентов свидетельствует динамика их выпусков. Так, за последние три года количество выпусков биржевых облигаций выросло более чем в 4 раза. На сегодняшний день общее количество выпусков биржевых облигаций составляет почти половину всех выпусков облигаций, включающих выпуски государственных, субфедеральных, муниципальных и корпоративных облигаций (табл. 2).

Таблица 2

**Динамика выпусков биржевых облигаций
ФБ Московская Биржа**

Биржевые списки	1 октября 2010 г.			1 ноября 2013 г.		
	Облигации	В том числе биржевые облигации		Облигации	В том числе биржевые облигации	
		выпуски	доля, %		выпуски	доля, %
Котировальные	352	44	12,5	434	232	53,5
Внесписочные ценные бумаги	354	41	11,6	286	120	42,0
<i>Всего</i>	706	85	12,0	720	352	48,9

Составлено по: <http://moex.com/s18>; <http://www.micex.ru/markets/stock/securities/listing>.

Как известно, массовые дефолты 2008–2010 гг. сопровождались задержкой эмитентами облигаций выплат по своим обязательствам, реструктуризацией облигационных выпусков, а иногда чистым мошенничеством — бегством с денежными средствами инвесторов. Несмотря на резкое сокращение числа дефолтов в последние годы, проблема защиты прав владельцев облигаций сохранилась, и проведенное законодателем в декабре 2012 г. ослабление требований к эмитентам выглядело противоречиво.

На повышение ответственности эмитентов облигаций направлен Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг”» от 23 июля 2013 г. № 210-ФЗ. Он предусматривает создание дополнительных механизмов защиты прав владельцев облигаций, в частности, вводит два новых института: представителя владельцев облигаций и общего собрания владельцев облигаций. Также уточняется порядок досрочного погашения облигаций, которые эмитент обязан погасить, в том числе «в случае существенного нарушения условий исполнения обязательств по ним¹. Однако основная часть данного закона вступает в силу с 1 июля 2014 г., а некоторые положения — с 1 июля 2016 г.

Следовательно, наблюдается «разрыв» в полтора года между введением в действие Федерального закона № 282-ФЗ, дающего эмитентам большую свободу по выходу на организованный облигационный рынок, и Федерального закона № 210-ФЗ, повышающего их ответственность перед владельцами биржевых облигаций. Таким образом, в настоящее время риск по невыполнению эмитентами биржевых облигаций своих обязательств несут инвесторы, а ответственность со стороны государства по допуску биржевых облигаций к обращению и, косвенно, за их платежеспособность полностью лежит на фондовой бирже.

¹ О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон от 23 июля 2013 г. № 210-ФЗ. П. 4.

Ввиду сказанного, видимо не случайно Московская Биржа, несмотря на поправки, действующие в соответствии с Федеральным законом № 282-ФЗ, практически не снизила требования листинга для допуска биржевых облигаций к торгам в процессе размещения. В требованиях листинга Московской Биржи сохранено условие о том, что для допуска биржевых облигаций к размещению на фондовой бирже необходимо, чтобы в Список ценных бумаг, допущенных к торгам, были включены акции и (или) облигации эмитента биржевых облигаций¹. Значит, в настоящее время право выхода на рынок биржевых облигаций сохраняется только для публичных компаний. Единственное послабление касается качества списка, в который попали ценные бумаги эмитента биржевых облигаций. Им не обязательно быть в котирувальном Списке, им достаточно попасть во внесписочные ценные бумаги Московской Биржи.

Что касается срока обращения биржевых облигаций, то сами эмитенты, будь то коммерческие банки или производственные корпорации, несмотря на снятие ограничений с данного параметра, пока придерживаются привычного ориентира в 3 года. Так, 26 ноября 2013 г. на Московской Бирже размещены биржевые облигации ЗАО «ЮниКредит Банк» сроком 5 лет, однако они включают трехлетнюю оферту. 28 ноября 2013 г. там же размещены биржевые облигации ОАО «Вертолеты России» сроком обращения 10 лет, включающие оферту через 3,5 года.

Значимость рынка корпоративных облигаций и необходимость дальнейшей работы по его совершенствованию подтверждается следующим решением Службы Банка России по финансовым рынкам (СБРРФ). 31 октября 2013 г. Пресс-служба Банка России распространила информацию о создании экспертных советов при СБРРФ. Создано четыре экспертных совета, среди которых Совет по развитию рынка облигаций и долговых финансовых инструментов. В информации говорится, что данный совет «создан для популяризации доступности публичного долгового финансирования, а также для подготовки рекомендаций по совершенствованию законодательства в области регулирования рынка облигаций и долговых финансовых инструментов»². Среди задач совета указывается совершенствование процедур выпуска облигаций, исполнение обязательств по ним, а также «создание необходимых условий для развития новых долговых финансовых инструментов»³.

А уже через месяц, 29 ноября 2013 г. Департамент внешних и общественных связей Банка России распространил информацию о ликвидации СБРРФ с 3 марта 2014 г. и о создании в составе центрального аппарата Банка России новых структурных подразделений, отвечающих за развитие и функционирование финансовых рынков. Среди них — Департамент рынка ценных бумаг и товарного рынка. Сообщается, что это позволит Банку России как единому регулятору обеспечить, в том числе качественное повышение уровня развития финансовых рынков⁴.

Решения мегарегулятора, принимаемые так динамично, дают основание полагать, что в ближайшее время ожидаются новые нормативные акты, направленные на дальнейшее преобразование фондового рынка и его инструментов.

¹ URL : <http://moex.com/s46>.

² URL : http://www.cbr.ru/pw.aspx?file=/press/sbrfr/131031_154816sfr2.htm.

³ Там же.

⁴ URL : http://www.cbr.ru/pw.aspx?file=/press/sbrfr/131129_193330sbr_reorg.htm.

Список использованной литературы

1. Даль В. И. Толковый словарь русского языка : в 4 т. / В. И. Даль. — М. : Эксмо-Пресс, 2000. — Т. 4. — 736 с.
2. Ермак А. Характеристика современного долгового рынка. Эффективность использования кредитными организациями векселей. — URL : http://www.region-am.ru/produkty-i-uslugi/analitika/dolgovoy-rynok/presentations/Ermak_02_2013.pdf.

References

1. Dal V. I. *Tolkovyi slovar russkogo yazyka* [Explanatory dictionary of the Russian language]. Moscow, Eksmo-Press Publ., 2000. Vol. 4. 736 p.
2. Ermak A. *Kharakteristika sovremennogo dolgovogo rynka. Effektivnost ispolzovaniya kreditnymi organizatsiyami vekselei* [The current debt market analysis. Effective usage of bills of exchange by credit organizations]. Available at: http://www.region-am.ru/produkty-i-uslugi/analitika/dolgovoy-rynok/presentations/Ermak_02_2013.pdf.

Информация об авторе

Дубовик Ирина Владимировна — кандидат экономических наук, доцент, кафедра банковского дела и ценных бумаг, Байкальский государственный университет экономики и права, 664003, г. Иркутск, ул. Ленина, 11, e-mail: ivd@bk.ru.

Author

Dubovik Irina Vladimirovna — PhD in Economics, Associate Professor, Department of Banking and Securities, Baikal State University of Economics and Law, 11 Lenin St., 664003, Irkutsk, Russia, e-mail: ivd@bk.ru.