Владимир Малиновский,
начальник отдела анализа рынка долговых обязательств Инвестиционного банка «КИТ Финанс»

Российский рынок облигаций: биржевой или внебиржевой?

Хорошо известно, что в большинстве стран размещение и торговля облигациями идут на внебиржевом рынке. Россия снова выбрала «особый путь»: аукционы по новым займам и львиная доля вторичного оборота осуществляются через биржевые площадки. Однако ответ на вопрос «Какой в России рынок облигаций: преимущественно биржевой или внебиржевой?» не столь очевиден.

В ЧЕМ ЖЕ СУТЬ РАЗНОГЛАСИЙ?

Стремление обозначить границу между биржевым и внебиржевым оборотом вызвало оживленные дебаты даже при обсуждении статьи внутри коллектива банка. Обмен аргументами «за» и «против» отнюдь не способствовал выработке единого мнения по данному вопросу.

Согласно классическому определению, все транзакции, прошедшие регистрацию на фондовой бирже, относятся к биржевому обороту, не прошедшие таковой — к внебиржевому. Спорной представляется трактовка места заключения сделки, причем в наибольшей степени это касается операций, совершаемых на ММВБ в режиме адресных переговорных сделок.

Поскольку сделки в РПС заключаются участниками торгов на бирже, их следовало бы отнести к биржевым. К тому же, торговая площадка выступает гарантом соблюдения контрагентами своих обязательств, обеспечивая встречное движение денежных средств и бумаг.

Отойдем, однако, от формальных понятий. На наш взгляд, функция регистратора — не основная для биржи. Важнейшей целью является организация торгов, то есть системы, в рамках которой покупатели и продавцы приходят к согласованию параметров сделки. Чтобы правильно позиционировать РПС, рассмотрим внебиржевое обращение подробнее. Внебиржевую сделку можно формально определить как транзакцию, совершенную без какого-либо участия торговой площадки. Однако мы убеждены, что ее определяющим признаком является факт проведения предварительных переговоров и негласного заключения операции вне биржи.

Таким образом, классификация должна основываться не на месте регистрации сделки, а на месте, где непосредственно ведется торговля. Если предшествующие купле-продаже переговоры происходят в «стакане» — операция биржевая. Бывают, конечно, и исключения. Как, например, следует квалифицировать сделку, совершенную в основном режиме по предварительной договоренности? Наверное, как внебиржевую, но выделить ее среди общего объема заключенных в «стакане» все равно не представляется возможным. Поэтому в итоге она все равно будет включена в биржевой оборот.

Если же сейлзы продали облигации клиенту по телефону, между собой договорились два трейдера различных банков, или, наконец, брокер свел клиентов, а заключенные ими сделки потом завели и зарегистрировали в РПС — такие операции, по нашему мнению, относятся к внебиржевым, хотя формально они проходят регистрацию на биржевой площадке.

ДРУГАЯ АРГУМЕНТАЦИЯ

Наши коллеги предложили классифицировать сделки и по иным параметрам. Для полноты картины приводим их рассуждения с комментариями.

Утверждалось, в частности, что биржевая сделка обязательно отражается на конъюнктуре рынка. А оказывать влияние способна только публичная операция, параметры которой известны любому инвестору. Таковыми де-юре можно признать только транзакции, заключенные на ММВБ, тогда как условия договоров, оформленных и зарегистрированных в НДЦ, скрыты от всех, кроме контрагентов.

Нам представляется, что публичность лишь отчасти является признаком биржевого оборота. Во-первых, по итогам месяца НДЦ публикует информацию о внебиржевых сделках, хотя и в обобщенном виде. Во-вторых, саму публичность также можно рассматривать двояко. Что более информативно: сделка или торги? Торги в «стакане», без сомнения, являются публичными, однако для многих активных участников рынка таковыми являются и подобия торговых площадок, организованные внебиржевыми брокерами, такими как ADIX, НФБК, СПБК, «Евроброкер» и т. д. А уж каким образом регистрируется операция — неизвестно. Поэтому фактор публичности присущ не только биржевому обороту. В качестве примера назовем торги по еврооблигациям на внебиржевом рынке, которые де-факто более информативны.

Существует мнение, что отличительной чертой биржевого оборота является предоставляемая торговой площадкой гарантия выплаты оговоренного возмещения в случае отказа контрагента исполнить свои обязательства. Частично согласимся с данным аргументом, однако отметим два момента. Во-первых, обеспечение условий совершения сделки сводится скорее к функциям регистрации и контроля, а не к организации торговли. А во-вторых, в настоящее время отношения между профессиональными участниками во многом строятся на личных контактах. Для многих операторов потеря имени чревата более серьезными последствиями, нежели штрафные санкции. На взаимном доверии базируется значительная часть внебиржевых сделок. Один из наиболее ярких примеров — операции «when and if» по находящимся на регистрации облигационным займам (они заключаются без оформления каких-либо договоров и исполняются только после выхода бумаги на вторичные торги). Кстати, назвать подобные сделки биржевыми язык никак не повернется, хотя большинство из них в итоге все-таки регистрируется на бирже.

КТО, ГДЕ И ПОЧЕМУ?

Каковы преимущества и недостатки различных режимов заключения сделок? Иными словами, чем руководствуются инвесторы, предпочитая совершать операции в РПС, «стакане» либо оформить договор?

Сделка в РПС — это, как правило, результат предварительных договоренностей. Небольшой размер комиссии торговой системы, простота оформления документов — весомые преимущества перед более трудоемкими расчетами через НДЦ.

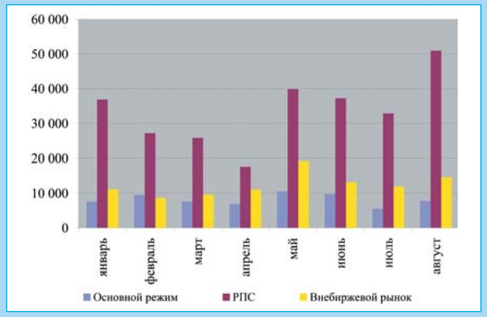
Основной режим торгов привлекает анонимностью, возможностью совершать сделки, не афишируя собственного имени. Крупные игроки пользуются этим, когда выставляют заявки для проведения спекуляций, направленных на формирование определенного тренда. При этом другие

Цифры и факты

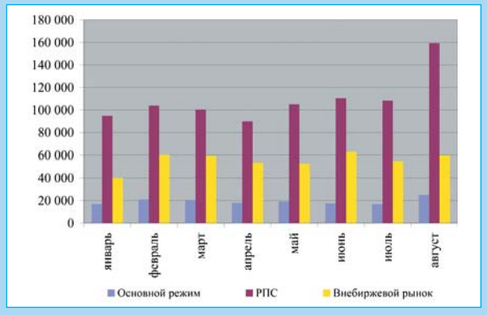
Основной оборот по облигациям в настоящее время проходит через Московскую межбанковскую валютную биржу (далее — ММВБ). Кроме того, торги осуществляются на СПВБ и РТС, но доля этих площадок невелика.

На ММВБ существует два ключевых формата торгов: основной, чаще называемый «стаканом», и режим переговорных сделок (далее — РПС). В первом случае в системе выставляются безадресные заявки, во втором транзакции совершаются между конкретными контрагентами.

Структура оборотов по субфедеральным облигациям в 2006 году

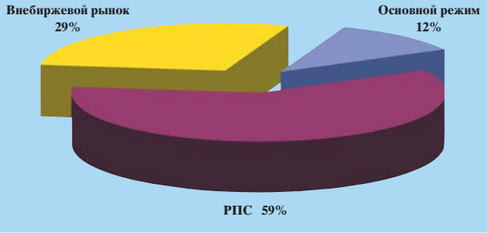


Структура оборотов по корпоративным облигациям в 2006 году



В 2006 году на РПС пришлось 59% суммарного объема операций с российскими рублевыми облигациями (в 2005 году — 52%). При этом в сегментах субфедеральных и корпоративных займов доля РПС составляет соответственно 62% и 59%. Между тем чисто внебиржевые операции заняли в 2006 году около 29% совокупного оборота (см. рис.). Поэтому, поняв, как классифицировать сделки в РПС, мы ответим и на главный вопрос: какой у нас рынок облигаций — биржевой или внебиржевой?

Структура оборота российскими рублевыми облигациями в 2006 году



операторы не в состоянии «вычислить» инициатора, а фактор неопределенности при спекулятивных движениях достаточно силен. Кроме того, «стакан» необходим, чтобы обозначить рыночный уровень цен. Он используется участниками, которым запрещено совершение операции в других режимах, а также средними и мелкими инвесторами.

Внебиржевые сделки с регистрацией в НДЦ обеспечивают анонимность иного рода. Если в «стакане» формируются определенные тенденции, то внебиржевой рынок позволяет совершать свои действия втайне. Как правило, такой режим используется для того, чтобы скрыть от остальных участников намерение купить или продать достаточно большой пакет бумаг, либо для совершения сделок между клиентом и его брокером.

ПОСЛЕДНИЕ НОВИНКИ

Совсем недавно на ММВБ начал активно развиваться еще один режим торгов — безадресный РПС. По формату он во многом напоминает классическую секцию торгов РТС: контрагенты видят, от чьего имени выставлена заявка, и совершают сделки с конкретным инвестором.

На наш взгляд, данная секция была задумана, с одной стороны, как альтернатива внебиржевым брокерам, а с другой — как место для торгов крупными лотами. Применительно к нашей теме «природу» безадресного РПС — как и адресного — можно трактовать двояко. Хотя реально операции и проходят в рамках торговой площадки, участники вправе использовать проявленный потенциальными контрагентами интерес для дальнейшей торговли и совершения сделки уже по результатам личных переговоров.

Таким образом, однозначно классифицировать формат безадресного РПС нельзя. Как нам кажется, правильно будет отнести его к биржевому обороту. К сожалению, выделить из публикуемых данных сделки в адресном и безадресном РПС пока невозможно, что не дает представления о популярности нового формата.

Мнение

Автухов Михаил Олегович,
начальник управления долговых инструментов,
АКБ «СОЮЗ»

На российском рынке облигаций ценообразование происходит преимущественно на внебиржевом рынке, и это связано с тем, что оборот РПС в среднем в несколько раз выше оборота биржевых торгов. Так, в сегменте субфедерального долга объем РПС и биржевых сделок отличается в среднем в 10 раз. Наибольшая активность сделок РПС происходит в «голубых фишках» (в 20-25 раз выше, чем на биржевых торгах). В ценообразовании облигаций дальних эшелонов роль биржевых сделок возрастает (РПС по обороту превышает в среднем всего в 3.5 раза), но это связано с тем, что с этими инструментами объем торгов в абсолютном выражении невысок.

Конечно, индикатором для участников рынка служат биржевые безадресные торги, однако тенденцией или серьезным движением они становятся, только получая подтверждение в виде серьезных внебиржевых объемов.

ЧТО ДЕЛАТЬ — И НАДО ЛИ?

Констатируя, что облигационный рынок в России скорее внебиржевой, зададимся вопросом: хорошо это или плохо?

На наш взгляд, ничего плохого в таком положении вещей нет. Структура сделок, скорее всего, определяется составом контрагентов. Касаясь долгового рынка, следует сказать, что операторы в основной своей массе — это институциональные инвесторы, крупные финансовые структуры и их клиенты. В то же время средства небольших компаний и физических лиц уже в значительной степени сосредоточены в управляющих компаниях или ПИФах. Таким образом, наш облигационный рынок — это площадка для ограниченного круга крупных профессиональных игроков, которым, наверное, пока проще договариваться напрямую. Да будет так!

Мнение

Константин Святный,
Head of fixed income,
ИГ «Капитал»

Развитие российского рынка облигаций происходит в соответствии с общемировыми тенденциями. Традиционно во многих странах рынок внутреннего госдолга обращается на бирже. Или, как минимум, четко оговорено место заключения сделок и проведения расчетов и место хранения ценных бумаг. Рынок внутреннего госдолга в России именно так и устроен. Однако способ непосредственного заключения сделки — в биржевом «стакане» или путем проведения переговоров по телефону — зависит лишь от экономических факторов. Если вспомнить рынок ГКО-ОФЗ до 1998 года, то тогда рынок был полностью биржевой. Большие объемы сделок проходили в пределах биржевого спреда без значительного изменения цены.

Ситуация после 1998 года значительно изменилась. Если взять рынок ОФЗ, то там, прежде всего, значительно увеличилась дюрация обращающихся выпусков, что привело к расширению биржевых спредов. Это вызвало отток спекулянтов из этого сектора рынка и привело к значительному снижению биржевой ликвидности. Участники рынка уже не могли купить/продать значительные объемы облигаций в режиме биржевых торгов. И когда в правовые акты были внесены соответствующие поправки, крупные сделки стали заключаться по телефону, а на бирже они только регистрировались и проводились расчеты.

Рынок негосударственных ценных бумаг изначально был менее зарегулирован. Там участники рынка были вольны выбирать способ заключения сделки. Но и здесь низкая ликвидность предопределила этот выбор. Хотя дюрация большинства корпоративных облигаций значительно ниже, чем у госбумаг, но и объем их выпуска значительно меньше. Поэтому крупные сделки могут значительно сдвинуть котировки. Как следствие — основной объем сделок заключается вне биржи, а биржевые котировки служат в большинстве случаев лишь неким ориентиром для участников рынка. При этом биржевой оборот облигаций также присутствует, т. к. многие участники рынка не могут заключать сделки вне биржи.