Натан ГАРШТЯ,
директор, рейтинговое и оценочное агентство «Естиматор-ВМ»

Молдавский рынок ценных бумаг появился в процессе приватизации госсобственности и был изначально ориентирован на обращение акций. Вокруг них в первой половине 90-х годов строилась вся инфраструктура рынка, в то время как сегмент долговых ценных бумаг не получил особого развития ни на инфраструктурном, ни на законодательном уровне.

Молдаване созрели для облигаций

Период формирования рынка ценных бумаг в Молдове запомнился несколькими сомнительными историями, связанными с выпуском облигаций. Например, в середине 90-х годов компания «Интеркапитал», используя корпоративные облигации, создала финансовую пирамиду, что нанесло значительный ущерб репутации инструмента. Более того, последующие поправки законодательства были направлены на ужесточение условий выпуска долговых ценных бумаг во избежание возникновения нарушений в будущем. Хотя эти меры и достигли своей цели, следствием стало усложнение процедуры выпуска облигаций и снижение их привлекательности.

В соответствии с молдавским законодательством, корпоративные облигации могут выпускаться только акционерными обществами на срок не менее одного года. Выпуск должен быть обеспечен залогом имущества эмитента, имуществом третьих лиц, банковской гарантией или страховым полисом. Возможен выпуск необеспеченных облигаций в случае, если размер уставного капитала компании составляет более 1 млн леев, компания существует на рынке более трех лет, получала прибыль за последние два года, а также в течение последних трех лет соблюдала законодательство по раскрытию информации и не допускала случаев неисполнения обязательств по ранее размещенным ценным бумагам.

> «За период становления рынка капитала и формирования законодательной базы с 2002 по 2006 год в Молдове было осуществлено всего 11 эмиссий корпоративных облигаций совокупным объемом 36.6 млн леев»

За период становления рынка капитала и формирования законодательной базы с 2002 по 2006 год в Молдове было осуществлено всего 11 эмиссий корпоративных облигаций совокупным объемом 36.6 млн леев. Хотя по законодательству Молдовы размещение облигаций должно осуществляться через публичное предложение, рыночными можно считать только две эмиссии облигаций, целью остальных выпусков было рефинансирование в рамках одной и той же финансово-промышленной группы. Соответственно, деятельность андеррайтеров в Молдове не получила должного развития, что тоже является серьезной проблемой в развитии рынка.

Самые крупные игроки на фондовом рынке, коммерческие банки, рассматривают облигационный рынок как угрозу для своего основного бизнеса — финансирования через банковские кредиты. Поэтому их участие в популяризации данного инструмента ограничено и носит скорее декларативный характер (следует признать, что состоявшиеся публичные выпуски были осуществлены при поддержке банков, но это было исключением, а не правилом).

Так как вторичный рынок корпоративных облигаций в стране фактически отсутствует, денежная масса, поступающая в Молдову за счет переводов рабо-

тающих за границей граждан (порядка $1–1.2 млрд ежегодно), не попадает на финансовые рынки, а направляется либо в инвестиции в недвижимость, либо на потребление, что, в свою очередь, создает проблемы на макроэкономическом уровне (инфляция, давление на курс лея, рост цен на недвижимость на фоне отсутствия средств на рынке капитала).

Сегодня в работе находится целый пакет поправок к законодательству о рынке ценных бумаг, целью которых является приведение регулятивной базы к международным (и в особенности европейским) стандартам. После принятия данных изменений (ориентировочно в течение года) инфраструктура рынка подвергнется значительным изменениям, он будет существенно либерализован. Даже несмотря на то что обсуждаемые изменения не затрагивают напрямую корпоративные облигации, общие нововведения на рынке, а также возможность доступа на него иностранных профучастников послужит стимулом для развития данных инструментов.

Рынок государственных ценных бумаг развивался намного успешнее сегмента корпоративных облигаций. Казначейские векселя и государственные ценные бумаги получили большое распространение, являясь важным инструментом финансирования бюджетного дефицита, а также инструментом регулирования денежного рынка.

В соответствии с законодательством Министерство финансов может выпускать казначейские векселя (сроком обращения менее одного года, размещаются с дисконтом), государственные облигации (сроком обращения более одного года, с семестриальными купонными платежами) и векселя покрытия кассового дефицита (краткосрочные векселя, выпускающиеся на очень короткие сроки). Аукционы по размещению проводятся еженедельно Национальным банком Молдовы, участие в них принимают коммерческие банки. Приобрести государственные ценные бумаги (на первичном или на вторичном рынке) с помощью банка может любое лицо. Большинство банков также обязаны выполнять функции маркет-мейкеров по государственным ценным бумагам, это обеспечивает еще большую ликвидность в секторе.

На начало 2011 года в обращении находились государственные ценные бумаги на сумму в 5.3 млрд леев, что составляет около 7.4% ВВП. Динамика доходности отдельных бумаг показана на Рисунке 1.

На последних аукционах по размещению ГЦБ их доходность составила около 12.56% для векселей сроком обращения один год (в леях). Исходя из тенденции укрепления лея, такая ставка доходности делает их интересным вложением для иностранных инвесторов (как это уже было в 2007–2008 годах).

За последние два года наметилась тенденция по удлинению среднего срока обращения ГЦБ до 183 дней.

На сегодняшний день в Молдове не было проведено ни одной эмиссии муниципальных облигаций и облигаций органов местного управления. Причина заключается не только в отсутствии нормативной базы (которая сейчас находится в стадии окончательного утверждения), но и в политической ситуации. Последние несколько лет местные органы управления Кишинева (главного кандидата на выпуск муниципальных облигаций) были в состоянии конфликта с центральными властями, что делало любые инвестиции в ценные бумаги Кишинева очень рискованными. Однако после смены политической команды ситуация прояснилась, и в настоящее время столичные власти готовят несколько проектов, которые будут профинансированы за счет муниципальных облигаций.

Рынок капитала Молдовы созрел для долговых ценных бумаг: существует огромный спрос на долговое финансирование со стороны компаний и органов местного регулирования, законодательство дорабатывается под международные стандарты, в стране проводится открытая политика по репатриации капитала.

САМЫЕ КРУПНЫЕ ИГРОКИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ, КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ, РАССМАТРИВАЮТ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК КАК УГРОЗУ ДЛЯ СВОЕГО ОСНОВНОГО БИЗНЕСА — ФИНАНСИРОВАНИЯ ЧЕРЕЗ БАНКОВСКИЕ КРЕДИТЫ
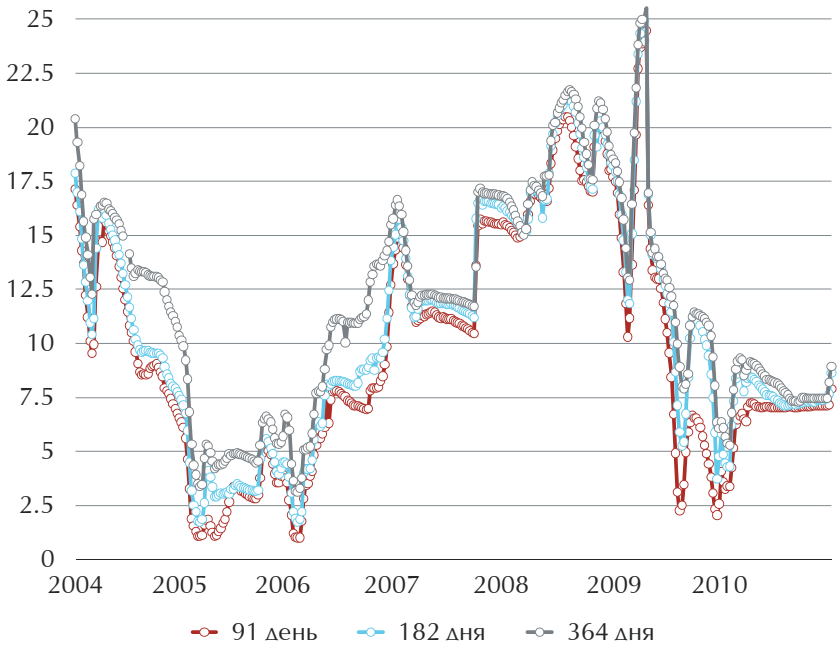
Рисунок 1
Доходности государственных ценных бумаг