Александр ЕРМАК,
главный аналитик долговых рынков, БК «РЕГИОН»

Коммерческие облигации: минимум издержек, максимум возможностей?

Коммерческие облигации, появившиеся в арсенале российских заемщиков два года назад, до сих пор довольно скептически воспринимаются многими участниками долгового рынка. Однако такое отношение не вполне соответствует сущности и возможностям, которые заложены в новом инструменте. Фактически сегодня это наиболее простой, быстрый и дешевый способ привлечь финансирование для российских эмитентов, и у него есть неплохие шансы занять свою нишу на долговом рынке, даже с учетом имеющихся ограничений.

КОММЕРЧЕСКИЕ ОБЛИГАЦИИ: МИФЫ И РЕАЛЬНОСТЬ

Коммерческие облигации часто соседствуют с такими определениями, как «короткие», «высокодоходные», «непрозрачные», «для малых и средних предприятий», «для дебютного выхода на публичный рынок». Вместе с тем, в Законе о рынке ценных бумаг подобных ограничений мы не встретим. Так, согласно закону, коммерческие облигации отличаются от биржевых облигаций двумя моментами. Во-первых, идентификационный номер коммерческим бондам присваивает центральный депозитарий (а не организатор торгов). Во-вторых, коммерческие облигации, в отличие от биржевых, размещаются по закрытой подписке. Соответственно, вторичное обращение коммерческих бумаг может происходить на внебиржевом рынке, тогда как сделки с биржевыми облигациями могут проходить как на биржевом, так и на внебиржевом рынках. При этом, присваивая идентификационный номер выпуску (программе) коммерческих облигаций, НРД проверяет бумаги на соответствие требованиям законодательства РФ, в том числе нормативным актам в сфере финансовых рынков. Кроме того, эмитент обязан обеспечить соответствие раскрытия информации требованиям законодательства РФ о ценных бумагах.

Возможно, именно скептическое отношение к инструменту на рынке в какой-то мере определило текущее состояние сегмента коммерческих облигаций.

СТАТИСТИКА ПОКА НЕ ВПЕЧАТЛЯЕТ

Коммерческие облигации как инструмент финансового рынка стали доступны для эмитентов с августа 2015 года, однако первый выпуск и первая программа были зарегистрированы лишь год спустя, в августе 2016 года. За это время, по нашим расчетам и согласно данным сайта НКО ЗАО НРД, было зарегистрировано восемь программ коммерческих облигаций (ПКО) на общую сумму 115.5 млрд руб. (в т.ч. одна из них на 100 млрд руб.). Кроме того, был зарегистрирован 21 выпуск коммерческих облигаций (в т.ч. в рамках ПКО) на общую сумму 7.665 млрд руб. При этом на текущий момент один из выпусков был размещен и погашен, 17 выпусков размещены и находятся в обращении, два выпуска — в процессе размещения и один выпуск еще не начал размещаться.

В то же время за аналогичный период была зарегистрирована 131 программа биржевых облигаций (ПБО) на общую сумму около 11.3 трлн руб. и размещено биржевых бумаг на общую сумму более 2.8 трлн руб.

Коммерческие облигации были выпущены 13 эмитентами, большинство из которых являются относительно небольшими по масштабу бизнеса компаниями. Четыре эмитента представляют отрасль микрокредитования населения, в том числе в рамках ломбардных операций. По три эмитента приходится на лизинговые и торговые компании. Два эмитента представляют реальный сектор экономики, и один эмитент — банковский сектор. При этом всего два эмитента коммерческих облигаций — хорошо известные заемщики на рынке рублевых бумаг: банк «ФК Открытие» и «Мегафон». Очевидно, что инвесторами во всех случаях выступали преимущественно клиенты, партнеры или контрагенты компаний-эмитентов.

Коммерческие облигации выпускались со сроком обращения до погашения от трех месяцев до пяти лет. Но с учетом выставленных оферт средний срок обращения коммерческих бумаг составляет от одного года до трех лет. Практически все выпуски (за исключением одного, который был дисконтным) предполагают выплату купонов, ставка которых находится в диапазоне 12.0–33.0% годовых (преимущественно в пределах 14.0–16.0% годовых). Банк «ФК Открытие» разместил два выпуска коммерческих облигаций на три года с купоном 0.01% годовых. Доходность дисконтных коммерческих облигаций «Мегафона» со сроком обращения 88 дней составляла 8.02% годовых.

КРУГ ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ ОГРАНИЧЕН

Коммерческие облигации являются одним из самых быстрых и простых инструментов привлечения финансирования для российских эмитентов. Это еще и один из наиболее дешевых способов заимствований для компаний (за счет отсутствия расходов на допуск к обращению на организованных торгах и поддержание ценных бумаг в листинге). С другой стороны, отсутствие доступа к торгам существенно ограничивает круг потенциальных инвесторов бумаг, в том числе тех, кто держит в своих портфелях более половины обращающихся на российском рынке рублевых облигаций. Прежде всего это относится к институциональным инвесторам (НПФ, УК), которым законодательно запрещено инвестировать пенсионные накопления, пенсионные и страховые резервы в облигации, которые не обращаются на организованных торгах (на бирже).

Вторая категория инвесторов — кредитные организации. Для банка крайне важным условием вложения в тот или иной выпуск всегда была возможность включения бумаги в Ломбардный список ЦБ, а это возможно только в том случае, если выпуск обращается на организованных торгах. Несмотря на то что в последнее время Банк России не проводит операций РЕПО на аукционной основе, сохранив лишь операции на постоянной основе (по более высоким ставкам), банки продолжают обращать внимание на ломбардность бумаги. Основная часть этих операций переместилась на Московскую Биржу в сегмент операций РЕПО с Центральным контрагентом. Для последнего вхождение выпуска в Ломбардный список по-прежнему является определяющим условием при проведении сделок.

ПЕРСПЕКТИВЫ ЕСТЬ

Тем не менее у рынка коммерческих облигаций есть неплохие перспективы развития. Это обусловлено прежде всего основными преимуществами, которые дает инструмент: быстрее, проще, дешевле. Кроме того, не нужно забывать, что коммерческие облигации позволяют выстроить отношения и согласовать все индивидуальные условия сделки напрямую (при участии или без участия посредника) между эмитентом и инвестором.

Интерес инвесторов к этому инструменту может вырасти в том случае, если на рынок выйдут крупные и средние эмитенты с хорошим кредитным качеством, положительной публичной историей, а принятие решения о покупке коммерческих облигаций не потребует больших временных и материальных затрат. Определенные перспективы роста привлекательности коммерческих бумаг в глазах банков могут быть связаны с развитием внебиржевого рынка РЕПО при поддержке информационно-котировальных систем и ценовых центров, для которых работа по оценке справедливой стоимости внебиржевого инструмента может стать более выгодной. Кроме того, закрытая подписка, необходимая для размещения коммерческих облигаций, может позволить сформировать институт «первичных дилеров» или «лид-менеджеров», которые будут выкупать облигации на себя и распределять среди заинтересованных инвесторов.

Что касается институциональных инвесторов, то уже сейчас, при наличии определенного уровня рейтинга у эмитента, его коммерческие облигации могут покупать страховые компании. Учитывая последние изменения в регулировании НПФ и УК со стороны ЦБ, направленные на приоритетное использование национального кредитного рейтинга в качестве основного критерия возможности инвестировать пенсионные накопления и резервы, а также усилия по либерализации рынка облигаций в целом, мы не исключаем того, что в будущем регулятор откажется от требования, связанного с необходимостью обращения облигаций на организованном рынке ценных бумаг, как одного из необходимых условий для инвестирования пенсионных денег. А последняя сделка с коммерческими облигациями, проведенная «Мегафоном» с использованием технологии «блокчейн», только подтвердила перспективность и востребованность данного инструмента.