

**ДЕРИШЕВА**

Оксана Борисовна,
к.э.н., руководитель
Департамента листинга
ОАО «Фондовая биржа
«Российская Торговая
Система»



ФЕДОРОВ Алексей
Борисович,
руководитель отдела
размещений ценных
бумаг ОАО «Фондовая
биржа «Российская
Торговая Система»

БИРЖЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Завершившийся 2006 год оказался революционным в области реализации инициатив российского регулятора, направленных на развитие российского рынка ценных бумаг. Помимо серьезных изменений в процессе проведения IPO, значительных новаций в развитии российского листинга ценных бумаг, а также проведенной работы в направлении создания благоприятных условий для вывода на рынок компаний малой и средней капитализации стоит также отметить и введение в нормы российского законодательства нового типа ценных бумаг.

Таким образом, переиначивая популярную в России в начале XX века фразу, можно смело утверждать, что введение нового финансового инструмента, о необходимости которого так долго говорили специалисты, свершилось! На российском рынке ценных бумаг скоро появится новый тип краткосрочных долговых инструментов — биржевые облигации.

«Долгосрочный» путь краткосрочных бумаг

Разговоры о необходимости появления на российском рынке ценных бумаг нового краткосрочного финансового инструмента среди специалистов велись с 1999 года. И поскольку с самого начала все российское законодательство в области построения цивилизованного российского рынка ценных бумаг осуществлялось на основе американского опыта, то и для

создания российского краткосрочного долгового обязательства должен был послужить американский аналог — commercial papers (коммерческие бумаги). Основные характерные черты коммерческих бумаг:

- короткий срок обращения (Европа — до 1 года, в США — до 9 мес.);
- как правило, коммерческие бумаги — дисконтные;
- упрощенный порядок государственной регистрации ценных бумаг (регистрация отсутствует или носит уведомительный характер);
- средства, привлеченные в ходе размещения данного вида ценных бумаг, используются для инвестиций в оборотный (а не в основной) капитал предприятия.

В посткризисный период на российском рынке ценных бумаг сложились свои условия

создания нового краткосрочного долгового инструмента. В то время как рынок корпоративных облигаций находился в неопределенном зачаточном состоянии (первый облигационный заем был размещен ОАО «НК «ЛУКОЙЛ» в августе 1999 г.), рынок векселей уже всюду разрастался по объему и набирал свои миллиардные обороты. Использование векселей как долгового инструмента для организации программ привлечения внешнего финансирования оказало прямое влияние на появление в лексиконе финансистов термина «финансовый вексель», отделившего его от «расчетного векселя», используемого в расчетных схемах между предприятиями и поставщиками.

Период с 1999 по 2002 годы в секторе финансовых векселей можно охарактеризовать как эпоху расцвета. ОАО «Газпром» только в 2002 году объявило о постепенном отказе от своих вексельных программ в пользу облигационных займов, а масштабные дефолты по векселям Росагрокапитала и Строймтресурса еще не успели потрясти вексельный рынок.

Многочисленные новации и наработки в секторе финансовых векселей лишь увеличили пропасть между векселями двух эпох: новым посткризисным финансовым векселем и старым докризисным расчетным векселем. Первичный и вторичный рынки финансовых векселей впервые в наши дни приобрели черты цивилизованного рынка корпоративных облигаций. Дебютный выход компании-векселедателя уже тогда не представлялся правильным, если у нее не было уполномоченных организаторов и андеррайтеров вексельной программы, а также домицилианта и/или платежного агента.

С 1999 года ежедневно начали рассчитываться индексы вексельного рынка RUX-РЕ-ГИОН. Быстрыми шагами шло совершенствование информационных вексельных систем, осуществлялась разработка типовых форм документов, среди которых:

- типовая форма бланков векселей АУВЕР;

- типовая форма договора купли-продажи векселей НАУФОР;

- типовая форма информационного меморандума НАУФОР;

- анкета о порядке погашения векселей НАУФОР.

Популярность финансовых векселей в конце 90-х — начале 2000-х годов привела к тому, что именно они пророчились специалистами фактически в безальтернативные претенденты российских коммерческих бумаг, чей статус должен был быть закреплен в Российской Федерации на законодательном уровне.

Первые существенные подвижки в разработке российского законодательства, связанного с коммерческими бумагами, наметились в 2002 году. Тогда в июне сразу два федеральных государственных органа — ФКЦБ России и Минэкономразвития России — представили свои проекты по развитию российского рынка коммерческих бумаг.

Законопроект ФКЦБ России определял коммерческие бумаги как облигации, предоставляющие их владельцам право на получение номинальной стоимости и фиксированного процента от номинальной стоимости в срок не позднее 3 месяцев с даты их размещения. Также законопроект предусматривал возможность осуществления эмиссии коммерческих бумаг без государственной регистрации выпуска, регистрации проспекта эмиссии и отчета об итогах выпуска облигаций. Это позволяло эмитентам сэкономить время, а также 0,8% от суммы облигационного выпуска (налог на операции с ценными бумагами). Выпускать коммерческие бумаги смогли бы только крупные компании, входящие на российских биржах в котировальные листы первого уровня. Согласно документам, разработанным комиссией, размещение и обращение краткосрочных облигаций допускалось только на фондовой бирже. Для допуска ценных бумаг к торгам компания была обязана подготовить проспект эмиссии, подписанный финансовым консультантом на рынке ценных бумаг. Причем под финансовыми консультан-

тами ФКЦБ России понимала новых игроков на рынке ценных бумаг.

МЭРТ России предложило свой проект по теме коммерческих бумаг. Согласно проекту МЭРТ «коммерческими бумагами признаются выдаваемые для публичного привлечения в заем денежных сумм, не подлежащие государственной регистрации один и более переводных или простых векселей с одинаковыми реквизитами, исключая наименование правоприобретателя». Минэкономразвития России предлагало построить рынок коммерческих бумаг на основе электронных векселей, которые в мировой практике не встречаются.

Ответственным исполнителем по проекту документа являлось Минэкономразвития России, соисполнителями — МАП России, ФКЦБ России с участием Банка России. Основное замечание ФКЦБ России состояло в том, что описанные в законопроекте векселя вступают в противоречие с Женевской конвенцией¹, так как не прописан порядок фиксации прав.

Из сложившейся ситуации можно было сделать вывод о том, что ФКЦБ России параллельно с МЭРТ России самостоятельно вела разработку своего законопроекта. О разработке своего собственного законопроекта по коммерческим бумагам ФКЦБ России сообщила раньше МЭРТ, несмотря на то что МЭРТ России, разрабатывающее свой законопроект о коммерческих бумагах с апреля 2002 года, планировало уже в августе вынести его на согласование с МАП России и ФКЦБ России.

В результате предлагалась адаптация прототипа коммерческих бумаг к реалиям российского рынка ценных бумаг на основании двух диаметрально противоположных по своей сути вариантов:

- рынок коммерческих бумаг на основе электронных (бездокументарных) векселей;
- рынок коммерческих бумаг на основе документарных (с централизованным хранени-

ем глобального сертификата) облигаций.

Однако, по оценке экспертов, идеи, заложенные в законопроекте ФКЦБ России, были более продуктивны, чем в законопроекте МЭРТ России. В законопроекте российского регулятора не вводилось нового вида ценных бумаг, т.к. коммерческими бумагами являлись облигации, к которым были полностью применимы все нормы «классических» облигаций, но также были и некоторые упрощения, связанные с отсутствием государственной регистрации выпусков и налогообложением. Поэтому с коммерческими бумагами можно было бы работать как с «классическими» облигациями в рамках уже созданного правового поля.

Но ни тот, ни другой вариант тогда не были реализованы.

ФКЦБ России внесла в Правительство свой законопроект «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», прогнозируя вступление поправок до конца года. Но Правительство предложило перенести рассмотрение этого законопроекта на осеннюю сессию. В результате комитет Госдумы по кредитным организациям и финансовым рынкам, изначально предлагавший вынести этот вопрос на рассмотрение Госдумы 21 июня 2002 года, рекомендовал Госдуме вернуть внесенный Правительством законопроект к процедуре второго чтения, чтобы учесть замечания Правительства. Далее судьба законопроекта неизвестна.

Таким образом, в вопросе создания нового краткосрочного финансового инструмента вновь наступил штиль, который продлился более года.

Вновь заняться вопросом предстояло уже новому российскому регулятору — Федеральной службе по финансовым рынкам Российской Федерации (ФСФР России), которая унаследовала функции ФКЦБ России, упраздненной Указом² Президента Российской Федерации.

¹ «Конвенция о единообразном законе о переводном и простом векселе» (Женева, 07.06.1930 г.).

² Указ Президента России от 09.03.2004 г. № 314 «О системе и структуре Федеральных органов исполнительной власти».

В 2005 году российский регулятор обнародовал свои планы в направлении создания нового краткосрочного долгового инструмента. Введение упрощенного принципа регулирования эмиссии краткосрочных корпоративных облигаций (биржевых облигаций) было включено в Стратегию развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы³.

22 марта 2006 г. законопроект поступил в Государственную Думу Российской Федерации, которая 5 июля 2006 г. приняла в третьем чтении поправки к закону «О рынке ценных бумаг», вводящие новый финансовый инструмент — «биржевые облигации».

В итоге от первых идей до их реального воплощения в жизнь прошло ни много ни мало — почти семь лет!

За этот срок российский рынок ценных бумаг также претерпел серьезные изменения. Перемены в российском законодательстве, мировоззрении профессиональных участников рынка ценных бумаг, предпочтениях крупных российских эмитентов оказали прямое влияние на появление нового финансового инструмента в практике российского долгового рынка. Некоторые существенные события в развитии вариантов адаптации коммерческих бумаг к российским реалиям отражены в **таблице 1**.

Таблица 1. Существенные события в развитии вариантов адаптации коммерческих бумаг к российским реалиям.

Год	Направление финансовых векселей	Направление биржевых облигаций
1999 г.	12 мая 1999 г. Общее собрание представителей членов АУВЕР. Среди основных направлений деятельности АУВЕР на 1999 — 2000 гг. обозначены: организация и регламентация обращения векселей, а также преобразование вексельного рынка и развитие рынка коммерческих бумаг.	10.06.1999 г. Началось размещение первого облигационного займа ОАО «НК «ЛУКОЙЛ». Позже аналитики определяют эту дату как день рождения российского рынка корпоративных облигаций.
2001 г.	АУВЕР успешно принимает меры по недопущению включения в Главу 26. НК РФ «Государственная пошлина» нормы, подготовленной Министерством финансов РФ и устанавливающей уплату госпошлины (по ставке 0,8%) за государственную регистрацию переводных и простых векселей.	Активное становление рынка корпоративного рублевого долга. Инвестиционные банки уже в полной мере осознают все преимущества оказания услуг по организации корпоративных облигационных займов.
2002 г.	Апрель 2002 г. МЭРТ России разработало поправки в закон «О простом и переводном векселе». Законопроект о коммерческих бумагах на базе финансовых векселей. Апрель 2002 г. ОАО «Газпром» меняет политику заимствований: сокращает выпуск краткосрочных векселей и делает ставку на еврооблигации.	ФКЦБ России отдельно от МЭРТ России подготовила поправки в законы «О рынке ценных бумаг», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» и «О налоге на операции с ценными бумагами»; а также законопроект о коммерческих бумагах на базе облигаций.
2003 г.	ОАО «Газпром» намерен полностью отказаться от векселей и банковских кредитов.	23.12.2003 г. Внесение поправок в закон «О налоге на операции с ценными бумагами». Снижение налога на операции с ценными бумагами с 0,8% до 0,2%, но не более 100 тыс. руб.

³ Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 года № 793-р.

Год	Направление финансовых векселей	Направление биржевых облигаций
2004 г.	Февраль 2004 г. Дефолт по векселям Русагрокапитала. Лето 2004 г. «Кризис доверия» в банковской системе, дефолт по векселям Стройметресурса. Стагнация на рынке векселей. Многие операторы вексельного рынка прекратили свою деятельность.	Март 2004 г. Указ Президента России «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти» упразднил ФКЦБ России. Ее функции переданы Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР России).
2005 г.	Июль 2005 г. Предъявлены к погашению последние векселя ОАО «Газпром». Октябрь 2005 г. Сбербанк России и Внешторгбанк прекратили выписку векселей до востребования. Сокращение доли нерыночных векселей.	Февраль 2005 г. ФСФР России начинает работу над поправками в Закон «О рынке ценных бумаг», связанными с введением биржевых облигаций. Июль 2005 г. «Тихий дефолт». Первый прецедент дефолта по корпоративным облигациям. Компания «РусЛАД» не погасила свой облигационный заем на сумму 150 млн руб. Никто из инвесторов, кроме организатора размещения, не пострадал.
2006 г.		27.07.2006 г. Внесение поправок в «Закон о рынке ценных бумаг». Вводится новый финансовый инструмент — «биржевые облигации».

Принятые поправки в закон «О рынке ценных бумаг» дали инвестиционному сообществу новую точку отсчета для обсуждения и дальнейшей работы в направлении совершенствования краткосрочного финансового инструмента в секторе рублевого долга российского рынка ценных бумаг.

Юридическая конструкция биржевых облигаций

Внесенные ФСФР России в законы и подзаконные акты поправки, связанные с биржевыми облигациями, полностью основываются на новациях, предложенных еще прежним регулятором — ФКЦБ России, скорректированных с учетом изменений в требованиях действующей нормативной базы:

- трансформация котировальных листов фондовой биржи в разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам;
- снижение налога на операции с ценны-

ми бумагами;

- либерализация требований к обязательному привлечению финансового консультанта в процессе эмиссии ценных бумаг эмитента.

Также в сравнении с первоначальными планами ФКЦБ России перемены затронули и сам инструмент:

- увеличился максимальный срок обращения биржевых облигаций: с девяти месяцев до одного года;
- обращение биржевых облигаций стало возможным не только на фондовой бирже, зарегистрировавшей их выпуск, но и на других торговых площадках;
- обязательное требование прохождения процедуры листинга ценных бумаг эмитента было уточнено аналогичным требованием непосредственно к акциям этого эмитента.

Создание российского аналога коммерческих бумаг, реализованное на основе сущес-

твующей нормативно-правовой базы по облигациям, позволило ФСФР России достичь поставленной цели при минимальных изменениях российского законодательства в области рынка ценных бумаг.

Таким образом, на сегодняшний день юри-

дическая конструкция облигации описывается основными федеральными законами, начиная с Гражданского кодекса Российской Федерации (см. **таблицу 2**), а также регламентируется инструкциями Федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Таблица 2. Юридическая конструкция облигации.

Нормативный документ	Определение инструмента
Гражданский кодекс Российской Федерации	Облигация относится к ценным бумагам (часть 1, статья 143). В случаях, предусмотренных законом или иными правовыми актами, договор займа может быть заключен путем выпуска и продажи облигаций. Облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права (часть 2, статья 816).
Федеральный закон «Об акционерных обществах»	Облигация удостоверяет право ее владельца требовать погашения облигации (выплату номинальной стоимости или номинальной стоимости и процентов) в установленные сроки (статья 33, пункт 3).
Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»	Облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт (статья 2).

Термин «биржевая облигация» впервые появился только в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» и далее распространился на соответствующие нормативные правовые акты российского регулятора (см. **схему 1**).

Причем термин «биржевая облигация» вводится 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» не в статье 2 «Основные термины, используемые в федеральном законе», как это происходит, например, с терминами «акция» или «облигация», а только лишь в статье 27.5.2 «Особенности эмиссии и обращения биржевых облигаций». Согласно данной статье облигации именуется «биржевыми облигациями», если они отвечают следующим требованиям:

- 1) размещение облигаций осуществляется путем открытой подписки на торгах фондовой биржи;
- 2) эмитентом облигаций является ОАО, акции которого включены в котировальный список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам;
- 3) эмитент облигаций существует не менее 3 лет и имеет надлежащим образом утвержденную годовую бухгалтерскую отчетность за два завершённых финансовых года;
- 4) облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости либо номинальной стоимости и фиксированного процента от но-

Схема 1. Введение термина «биржевые облигации» в законы и подзаконные акты, а также нормативные документы Фондовой биржи «Российская Торговая Система».



минальной стоимости;

5) срок исполнения обязательств по облигациям не может превышать один год с даты начала их размещения;

6) облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением их сертификатов в депозитарии, осуществляющем депозитарные операции по итогам сделок с ценными бумагами, совершенных через фондовую биржу, которая осуществляет допуск таких обли-

гаций к торгам в процессе их размещения, на основании договора, в соответствии с которым осуществляется допуск облигаций к торгам и который заключается с этой фондовой биржей и (или) клиринговой организацией;

7) оплата облигаций при их размещении, а также выплата номинальной стоимости и процентов по облигациям осуществляются только денежными средствами.

Т.е. из широкого спектра различных вариантов эмиссии облигаций выделяется тот один

единственный вариант, который прежде всего:

- ориентирован на широкий круг инвесторов;
- максимально адаптирован к условиям осуществления биржевой торговли;
- предусматривает максимально возможную (для данного варианта эмиссии) защиту прав и законных интересов инвесторов.

В выделенном варианте устанавливаются ограничения на максимальный срок обращения облигаций, минимальный срок существования эмитента. Кроме того, круг эмитентов ограничивается только теми, чьи акции включены в котировальный список фондовой биржи, допустившей такие облигации к торгам. Почему

здесь речь идет только об обязательном листинге акций? Это можно объяснить двумя причинами:

- 1) при прохождении процедуры листинга акций их эмитенту предъявляется больше требований, чем в случае листинга облигаций;
- 2) в отличие от акций облигации имеют срок погашения, при наступлении которого их эмитент может «выпасть» из системы раскрытия информации.

Само же определение «биржевые облигации» в 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» вводится для четкого позиционирования и законодательного определения облигаций, выпущенных эмитентом путем использования обособленного варианта эмиссии (см. **таблицу 3**).

Таблица 3. Варианты эмиссии облигаций и биржевых облигаций.

Критерии		Вариант эмиссии «Биржевых облигации»	Общее многообразие вариантов эмиссии облигаций
Эмитентом может выступать		Только та компания, чьи акции прошли листинг на бирже	Любая компания, включая SPV
ОПФ эмитента		ОАО	ООО, ОАО, ЗАО, ФГУП
Минимальный срок существования эмитента		3 года	Не имеет значения
Вид подписки		Открытая	Открытая / закрытая
Тип размещения		Биржевое	Биржевое / внебиржевое
Допуск облигаций к торгам в процессе их	размещения	Только на одной бирже	На одной бирже / на нескольких биржах
	обращения	На одной бирже / на нескольких биржах	На одной бирже / на нескольких биржах
Допуск облигаций к торгам		Осуществляется на бирже, осуществившей листинг акций данного эмитента	Не имеет значения
Максимальный срок обращения облигаций		Ограничен 1 годом с даты начала размещения	Нет ограничений
Форма выпуска облигаций		Документарная с обязательным централизованным хранением	Документарная (с обязательным централизованным хранением / без обязательного централизованного хранения), бездокументарная

Оплата облигаций при их размещении, а также выплата номинальной стоимости и процентов	Только денежные средства	Денежные и неденежные средства
Заявитель ценной бумаги к торгам на фондовой бирже	Только эмитент	Эмитент / участник торгов / биржа по собственной инициативе
Место учета прав	Расчетный депозитарий фондовой биржи, осуществившей допуск таких облигаций к торгам в процессе их размещения	Расчетный депозитарий / уполномоченный депозитарий / регистратор

Другими словами, на базе уже существующего инструмента — облигаций создается новый финансовый инструмент — биржевые облигации. Но пока биржевые облигации кроме как названием и четко определенными параметрами эмиссии больше ничем не отличаются от обычных облигаций.

При дальнейшем рассмотрении процесса эмиссии биржевых облигаций добавляются важные отличительные свойства, которые только усиливают разницу между облигациями и биржевыми облигациями.

Согласно 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» по решению эмитента эмиссия биржевых облигаций осуществляется без государственной регистрации их выпуска (дополнительного выпуска), регистрации проспекта биржевых облигаций и государственной регистрации отчета об итогах их выпуска (дополнительного выпуска).

Вместо государственного регистрационного номера выпуска эмиссионных ценных бумаг и даты государственной регистрации обязательными реквизитами сертификата биржевых облигаций являются идентификационный номер, присвоенный выпуску (дополнительному выпуску) биржевых облигаций фондовой биржей, и дата допуска биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже в процессе их размещения.

Биржевые облигации в процессе их размещения допускаются к торгам только на одной

фондовой бирже.

В случае принятия фондовой биржей решения о допуске биржевых облигаций к торгам в процессе их размещения на каждом экземпляре решения о выпуске (дополнительном выпуске) биржевых облигаций и проспекта биржевых облигаций фондовой биржей указывается ее наименование, делается отметка о допуске биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже и дате такого допуска, а также указывается идентификационный номер, присвоенный выпуску (дополнительному выпуску) биржевых облигаций фондовой биржей.

После допуска биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже в процессе их размещения один экземпляр решения о выпуске (дополнительном выпуске) биржевых облигаций передается эмитентом на хранение в депозитарий, осуществляющий обязательное централизованное хранение биржевых облигаций.

В случае принятия решения о допуске биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже в процессе их обращения на каждом экземпляре решения о выпуске (дополнительном выпуске) биржевых облигаций и проспекта биржевых облигаций фондовой биржей указывается ее наименование, делается отметка о допуске биржевых облигаций к торгам и дате такого допуска, а также указывается идентификационный номер, присвоенный выпуску (дополнительному выпуску) биржевых облигаций фондовой биржей, осуществившей допуск биржевых

облигаций к торгам в процессе их размещения, и наименование этой фондовой биржи.

При допуске биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже в процессе их обращения фондовой биржей, не осуществлявшей их размещения, депозитарий, осуществляющий операции по итогам сделок с ценными бумагами, совершенных через эту фондовую биржу, для целей учета прав на биржевые облигации должен зарегистрироваться в качестве номинального держателя у депозитария, осуществляющего обязательное централизованное хранение сертификатов биржевых облигаций.

Допуск биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже осуществляется на основании заявления эмитента.

К указанному заявлению прилагаются:

- решение о выпуске (дополнительном выпуске) биржевых облигаций;
- проспект биржевых облигаций;
- документы, подтверждающие соблюдение эмитентом требований законодательства Российской Федерации, определяющих порядок и условия принятия решения о размещении облигаций, утверждения решения о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций и проспекта облигаций;
- подтверждения выполнения других требований, соблюдение которых необходимо при осуществлении эмиссии облигаций.

Исчерпывающий перечень таких документов определяется правилами допуска биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже, утвержденными фондовой биржей. Указанные правила должны соответствовать требованиям нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг. Требования к составу сведений, включаемых в проспект биржевых облигаций, применяются с учетом изъятий, определяемых нормативными правовыми актами ФСФР России.

Фондовая биржа, осуществляющая допуск биржевых облигаций к торгам, обязана проверить документы, представленные для допуска биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже, на предмет соответствия полноты содержащейся в них информации требованиям, установленным законодательством Российской Федерации и нормативными правовыми актами ФСФР России.

Обращение биржевых облигаций может осуществляться только на торгах фондовой биржи.

Таким образом, регистрация эмиссии биржевых облигаций полностью делегирована фондовым биржам, а учет прав собственности на биржевые облигации полностью закреплен за биржевой инфраструктурой.

Это и определило безальтернативный вариант форм первичного и вторичного рынков биржевых облигаций, значительно сузив рамки существующих вариантов размещения, а также полностью исключив возможность их внебиржевой торговли.

Среди других отличительных характеристик биржевых облигаций можно выделить:

- установленные федеральными законами ограничения, связанные с выпуском облигаций (не распространяются на биржевые облигации, за исключением ограничения на выпуск облигаций до полной оплаты уставного капитала общества);
- номинальная стоимость всех биржевых облигаций не учитывается при определении соотношения номинальной стоимости всех выпущенных обществом облигаций, требующих государственной регистрации, с размером уставного капитала общества и (или) величиной обеспечения.

Снятие ряда ограничений на выпуски биржевых облигаций, безусловно, является положительным моментом. Однако и инвесторы вряд ли позволят эмитенту до бесконечности нара-

щивать объемы своих заимствований. Кроме того, выпускать биржевые облигации на первом этапе смогут только наиболее стабильные и крупные российские открытые акционерные общества, акции которых прошли процедуру листинга на фондовой бирже⁴. А среди этих компаний вряд ли кто-то захочет рисковать своей репутацией и доверием инвестиционного сообщества.

Еще одной новацией, на наш взгляд, является предусмотренный в юридической конструкции биржевых облигаций механизм, схожий с действием механизма ковенант⁵. Владельцы биржевых облигаций вправе предъявить их к досрочному погашению в случае, если акции всех категорий и типов эмитента биржевых облигаций исключены из списков ценных бумаг, допущенных к торгам, на всех фондовых биржах, осуществивших допуск биржевых облигаций к торгам.

Перечень требований, предъявляемых российским законодательством к биржевым облигациям и их эмитентам, на фоне требований к обычным корпоративным облигациям оказался достаточно высок. Далеко не каждый эмитент сможет позволить себе воспользоваться данным финансовым инструментом.

Вполне вероятно, что в дальнейшем произойдут изменения в направлении смягчения требований, а именно: требованию прохождения листинга акций будут введены альтернативы — обязательное прохождение листинга облигаций эмитента биржевых облигаций или допуск акций эмитента к торгам на фондовой бирже без прохождения процедуры листинга.

Место биржевых облигаций в секторе корпоративного рублевого

долга рынка ценных бумаг. Пессимистичные взгляды и оптимистичные ожидания

Определяя место биржевых облигаций на российском рынке ценных бумаг, проанализируем сначала позиции уже давно существующих долговых инструментов — финансовых векселей и корпоративных облигаций.

С 1999 года российский рынок корпоративных облигаций развивался «семимильными шагами». Так, количество размещенных облигационных займов с 2000 по 2006 годы увеличилось почти в 6 раз: с 46 до 258 в год. Причем за последние два года наблюдается практически двукратное увеличение численности размещенных корпоративных займов: в 1,8 раз (с 91 до 161) в 2005 г. и в 1,6 раз (со 161 до 258) в 2006 г⁶.

Помимо роста числа размещаемых корпоративных облигационных займов постоянно увеличивается среднестатистический объем заимствований, а также их срок обращения (см. **рисунок 1**).

Среднестатистический срок обращения корпоративного облигационного займа в 2006 году составил 3,8 года, что на 2,4 года больше, чем в 2001 году. Среднестатистический объем выпуска корпоративных облигаций в 2006 году практически вплотную приблизился к психологической отметке в 2 млрд рублей и составил 1,9 млрд рублей. В сравнении с 2001 годом данный показатель вырос в 5 раз.

Увеличение объемов и сроков заимствований приводит к изменению всей структуры рынка корпоративных облигационных займов. Постоянно происходит замещение «коротких» займов более «длинными», «небольших» выпусков — «большими» (см. **рисунок 2**).

⁴ Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 года № 793-р. Глава V.

⁵ Ковенант (Covenant) — в юридической терминологии договорное обязательство совершить определенные действия или воздержаться от определенных действий с целью защиты прав и законных интересов кредиторов (инвесторов).

⁶ Данные — <http://www.cbonds.ru>, расчеты — ОАО «РТС».

Рисунок 1. Изменение средних объемов и сроков заимствований по корпоративным облигационным займам.

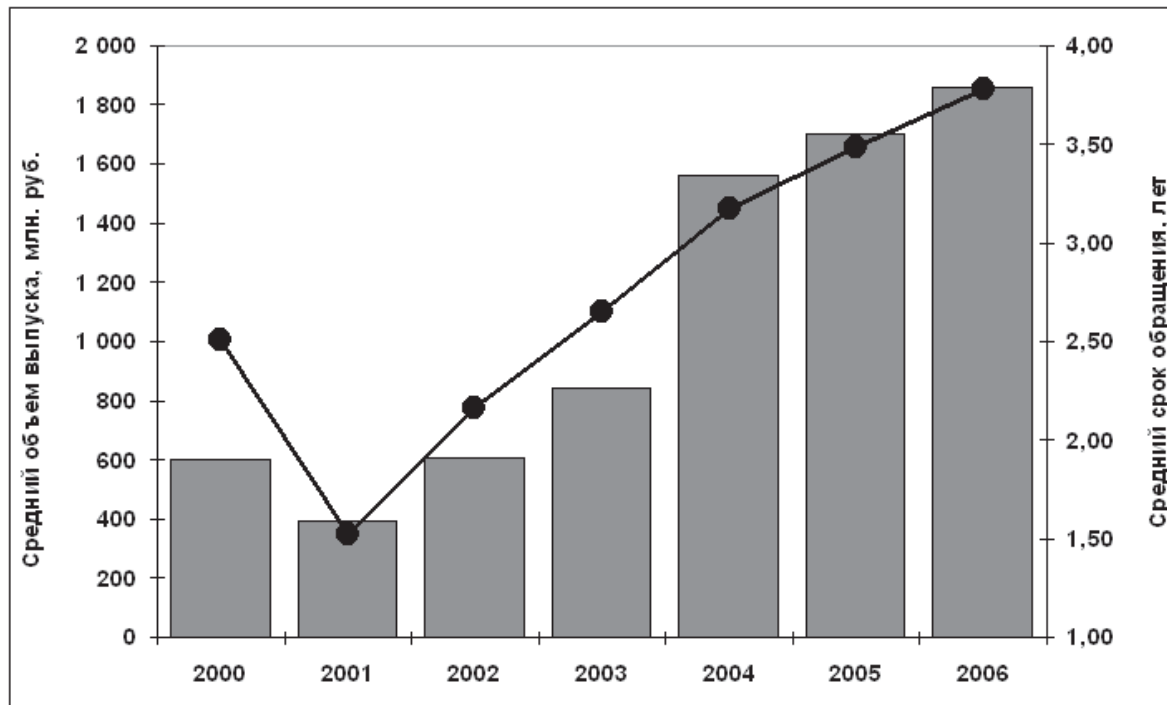
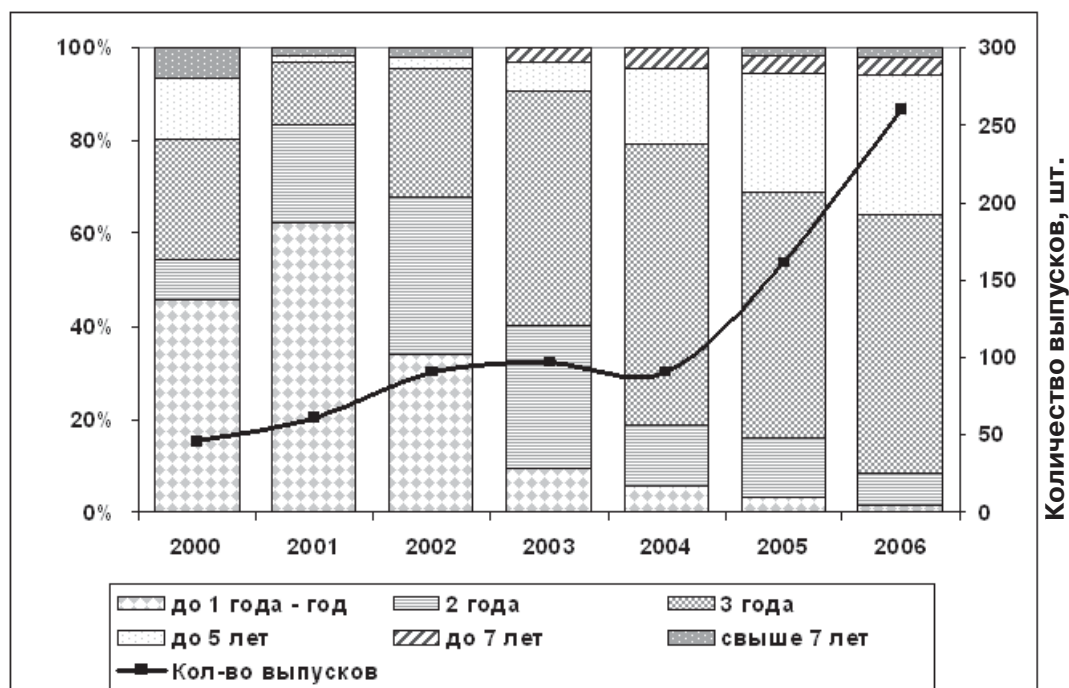


Рисунок 2. Динамика количества выпусков облигационных займов и их распределение по срокам обращения.



Наиболее четко данная тенденция прослеживается с 2001 года. В 2003 году количество размещенных облигационных займов со сроком обращения 1 год сократилось втрое, а со сроком обращения до 3 лет, наоборот, увеличилось вдвое. Также были размещены облигационные займы со сроком обращения 4 и 6 лет.

В 2006 году практически перестали размещаться облигационные займы со сроком обращения 1 год. Вполне вероятно, что минувший год для них может стать последним. Количество размещенных облигационных займов со сроком обращения 2 года (в сравнении с 2003 г.) сократилось почти в 2 раза. Они также могут стать претендентами на замещение более «длинными» выпусками уже в этом или следующем году. Количество размещенных облигационных займов со сроком обращения 3 года за аналогичный период, наоборот, выросло почти в 3 раза (с 49 до 144), со сроками обращения до 5 лет — в 13 раз (с 6 до 78), со сроками обращения до 7 лет — в 3 раза (с 3 до 10). В 2006 году произошло несколько размещений со сроками обращения свыше 7 лет. Это 3 облигационных займа со сроком обращения 10 лет, один — 12 лет.

Отдельно нужно отметить размещение облигационного займа со сроком обращения 30 лет. 20 декабря 2006 года Газпромбанк успешно разместил первый в истории России выпуск облигаций с ипотечным покрытием в размере 3 млрд рублей.

Учитывая вышесказанное, вполне закономерным выглядит сегодня шаблон инвестиционных банков для потенциальных эмитентов корпоративных облигаций:

- минимальный объем выпуска должен быть не менее 500-600 млн рублей;
- средний объем выпуска, за организацию которого возьмется большинство инвестиционных банков, — 1-1,5 млрд рублей;
- минимальный срок заимствований — 3 года.

Рост среднестатистических показателей объемов и сроков корпоративных облигационных заимствований позволил провести более четкие границы между сектором корпоративных облигационных займов и сектором корпоративных финансовых векселей. И если в 2000-2002 годах финансовые векселя и облигации рассматривались предприятиями-эмитентами как два инструмента публичного долга, представляющих альтернативу друг другу, и сравнивались между собой практически на равных позициях, то начиная с 2004 года, оба этих инструмента окончательно заняли каждый свою отдельную нишу:

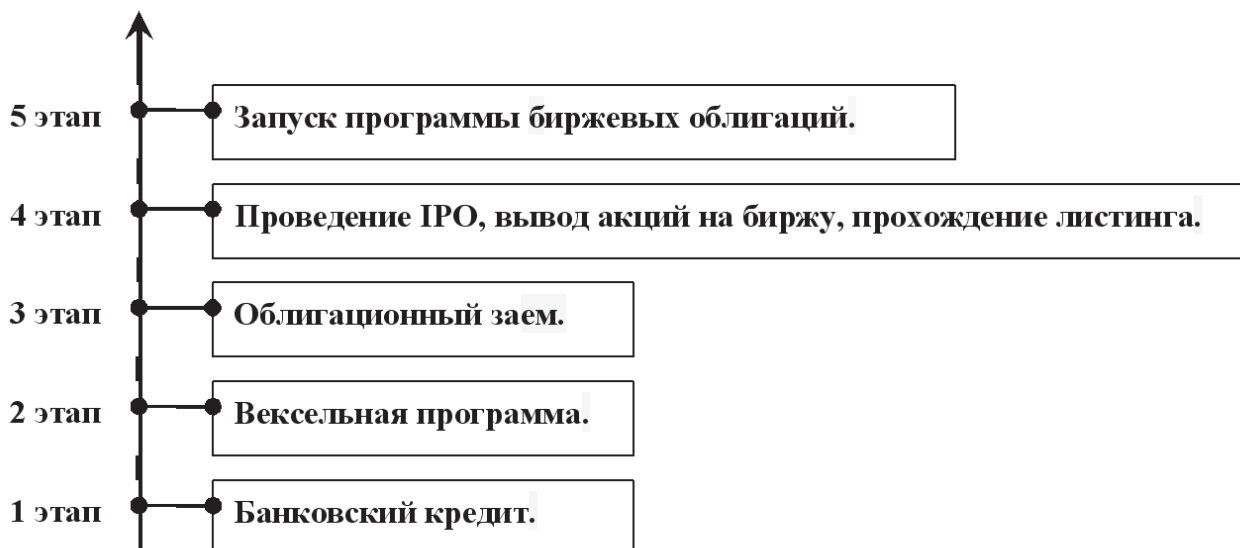
- сектор финансовых векселей — ценные бумаги со сроком обращения до 1 года;
- сектор рублевых корпоративных облигаций — ценные бумаги со сроком обращения свыше 1 года.

Рассматриваемые инструменты не конкурируют друг с другом и часто могут использоваться заемщиком в рамках одной программы привлечения им внешнего финансирования.

Разработка программы внешнего финансирования предприятия-эмитента осуществляется профессиональным участником рынка ценных бумаг на основании ряда критериев:

- цели привлечения внешнего финансирования;
- срочность потребности в дополнительных финансовых ресурсах;
- объем необходимых финансовых ресурсов;
- сроки, на которые привлекаются финансовые ресурсы, и т.д.,
— а также в зависимости от сложности организации способа привлечения финансирования применительно к данному эмитенту (см. **схему 2**).

Схема 2. Поэтапная стратегия выхода предприятия на российский рынок ценных бумаг в зависимости от возрастающего уровня требований, предъявляемых к финансовым инструментам и их эмитенту.



Довольно часто разработка и реализация вексельной программы предприятия является его стартовой площадкой и первым шагом по выходу на рынок ценных бумаг, подготовительным этапом к организации дебютного облигационного займа. Среди примеров начала привлечения внешнего финансирования с финансовых векселей можно назвать такие компании, как ТТК ЗАО «ТрансТелеКомКомпания», ЗАО «Инвестэлектросвязь» (ГК «Корбина Телеком»), ОАО «Единая Европа-Холдинг», ОАО «КрасЭйр АК» и ОАО «АК ДАЛ АК» (Альянс Air Bridge), ООО «Элекс-Полюс» и др. Вексельная программа также может являться составной частью программы бридж-финансирования компании (ООО «Ренессанс страхование»).

Предприятия часто совмещают привлечение инвестиций с помощью выпуска финансовых векселей и облигаций (ПИК ОАО «Первая ипотечная компания», ООО «КАМАЗ-Финанс», ОАО «Ютэйр АК», ОАО «ИНПРОМ», ЗАО «Марта

Финанс»).

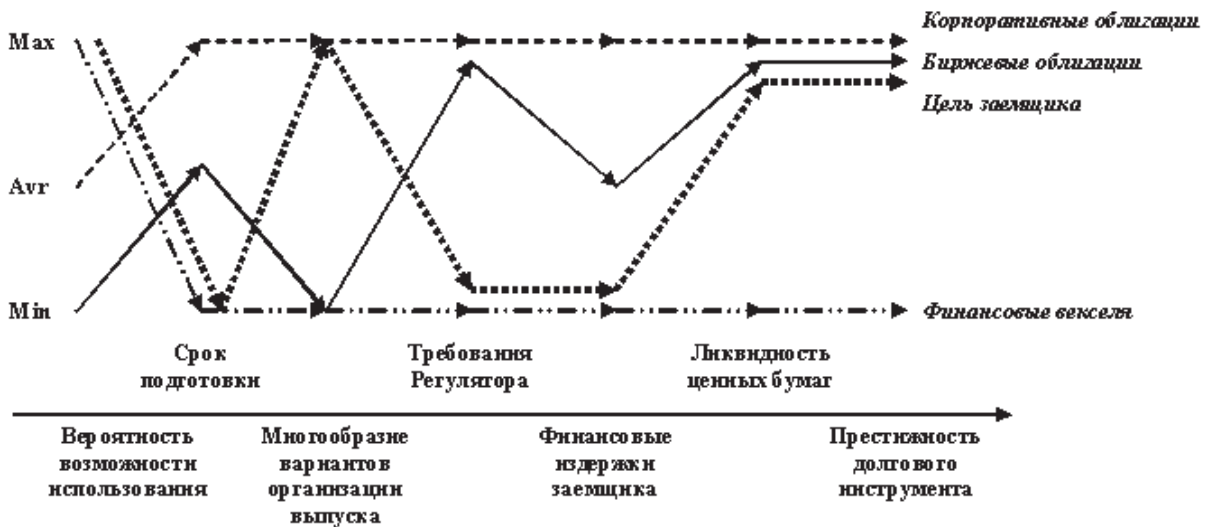
Нередко эмитенты облигаций привлекают дополнительное финансирование из сектора финансовых векселей (ТВЗ ОАО «Тверской Вагоностроительный завод», ОАО «Салаватнефтеоргсинтез», ЗАО «МаирЦентр ФПК» (ПГ МАИР), ФГУП «Салют ММПП» и др.).

Использование финансовых векселей и облигаций как инструментов организации программ внешнего финансирования предприятий получило широкое распространение, активно используется российскими предприятиями.

Каково же место биржевых облигаций в программе внешнего финансирования российского предприятия?

Как было уже отмечено выше, корпоративные облигации и финансовые векселя занимают абсолютно разные ниши и не конкурируют друг с другом, хотя, с точки зрения заемщика, обладают своими достоинствами и недостатками (см. **схему 3**).

Схема 3. Стратегический профиль долговых инструментов с точки зрения заемщика (схема У. Чан Кима).



Так, финансовые векселя может выпустить фактически любая организация буквально за несколько дней при минимальных затратах. Однако рынок векселей не прозрачен, узок и не столь престижен для крупных эмитентов (промышленных и торговых компаний), как рынок корпоративных облигаций.

Рынок финансовых векселей все чаще используется малыми и средними компаниями для дебюта на рынке ценных бумаг с целью создания публичной кредитной истории и дальнейшей подготовки к выходу на рынок корпоративных облигаций.

Корпоративные облигации считаются престижным финансовым инструментом среди крупных эмитентов и крупных профессиональных участников на рынке ценных бумаг. Они позволяют привлечь более широкий круг инвесторов, предоставляют эмитентам и организаторам широкий спектр различных вариантов организации заимствований. Но организация облигационного займа потребует больше времени и обойдется заемщику значительно дороже.

Биржевые облигации должны были прийти на смену финансовым векселям, полностью

их заменив на рынке краткосрочных корпоративных ценных бумаг. Однако в силу ряда недостатков (и, безусловно, достоинств, с точки зрения инвестора):

- далеко не каждый заемщик может позволить себе воспользоваться данным инструментом;
- крупнейшие банки-векселедатели консервативны и скорее предпочтут работать по уже устоявшимся, отработанным схемам, неохотно будут внедрять новые схемы, связанные с биржевыми облигациями и требующие значительных денежных и временных затрат.

Таким образом, на текущий момент среди потенциальных эмитентов биржевых облигаций можно выделить в основном только крупные торговые и промышленные компании, чьи акции прошли процедуру листинга на фондовой бирже. Так, в котировальных списках Фондовой биржи «Российская Торговая Система» по состоянию на 22 января 2007 года находятся акции 64 эмитентов. Потенциальные эмитенты (векселедатели) в зависимости от размера компании-заемщика представлены в **таблице 4**.

Таблица 4. Потенциальные эмитенты (векселедатели).

Организаци- заемщики	Финансовые векселя	Корпоративные облигации	Биржевые облигации
Большие	Банки.	Банки, торговые и промышленные компании (в том числе дебитанты на рынке ценных бумаг).	Торговые и промышленные компании. В перспективе — банки.
Средние	Банки, торговые и промышленные компании (в том числе дебитанты на рынке ценных бумаг).	Банки, торговые и промышленные компании (в том числе дебитанты на рынке ценных бумаг).	Торговые и промышленные компании. В перспективе — банки.
Малые	Банки, торговые и промышленные компании (в том числе дебитанты на рынке ценных бумаг).	—	—

Что же касается параметров самого инструмента — биржевых облигаций, то вполне вероятно, что они (величина номинала, наличие купонных выплат, среднестатистический объем заимствований и т.д.) будут идентичны параметрам корпоративных рублевых облигаций.

Не заменив собой полностью финансовые векселя, биржевые облигации займут свою

нишу на рынке ценных бумаг в секторе корпоративного рублевого долга, и, как следствие, достойное место на «финансовой линейке», описывающей источники привлечения финансирования предприятиями по степени сложности организации займа / выпуска (см. **таблицу 5**).

Таблица 5. Источники привлечения финансирования предприятий по степени сложности организации займа / выпуска («финансовая линейка»).

Критерии	1	2	3	4	5 ⁷
	Банковский кредит	Вексельная программа	Облигационный заем	Проведение IPO	Биржевой облигационный заем
Наименование инструмента	—	Финансовые векселя	Корпоративные облигации	Акции	Биржевые облигации
Средний номинал ценных бумаг	—	1 млн руб.	1 тыс. руб.	0,001 — 100 руб.	1 тыс. руб.
Обычно реализуется	Под % за пользование	Ниже номинала (с дисконтом)	По номиналу (аукцион по купону)	Выше номинала (по цене размещения)	По номиналу (аукцион по купону)
Средний срок привлечения	9 мес. — 1 год	1 мес. — 1 год	3 — 5 лет	Не ограничен	2 мес. — 1 год
Минимальный размещаемый объем	От 10 млн руб.	От 100 млн руб.	От 500 млн руб.	От 10% УК	От 500 млн руб.
Средний срок подготовки	От 1 недели до 2 мес.	От 1 недели до 1 мес.	3 — 4 мес.	4 — 5 мес.	2 — 3 мес.
Рынок	—	Только внебиржевой	Биржевой и внебиржевой	Биржевой и внебиржевой	Только биржевой

⁷ Указаны предполагаемые значения критериев.

Критерии	1	2	3	4	5 ⁷
	Банковский кредит	Вексельная программа	Облигационный заем	Проведение IPO	Биржевой облигационный заем
Инвесторы	Банк (банки) — кредитор (кредиторы)	Узкий круг профессиональных участников рынка ценных бумаг	Институциональные инвесторы	Институциональные инвесторы, физические лица, национальные и иностранные инвесторы	Институциональные инвесторы
Публичность эмитента (заемщика)	Отсутствует	Минимальная	Средняя	Максимальная	Максимальная

Подводя итоги всего вышесказанного, отметим, что появление биржевых облигаций повлияет на будущий вид рынка краткосрочных ценных бумаг Российской Федерации, который в сравнительно отдаленном будущем будет представлять собой рынок коммерческих бумаг, состоящий из двух четких секторов:

1. биржевые облигации (биржевые коммерческие бумаги);
2. финансовые векселя (внебиржевые коммерческие бумаги или классические коммерческие бумаги).

Данные сектора не будут иметь пересечений. Они будут представлены разными эмитентами, различными классами инвесторов и т.д.

Существующий вексельный рынок продолжит свое существование и послужит основой классического рынка коммерческих бумаг.

Крупные компании, «выросшие» из размеров вексельных программ, вполне вероятно, отдадут свое предпочтение биржевым облигациям.

Средние компании, имеющие опыт публичных заимствований, также будут ориентироваться на сектор биржевых облигаций. Но рынок биржевых облигаций, за счет высоких требований, предъявляемых действующим законодательством к ценным бумагам и их эмитентам, останется не достигаемым для большинства средних и небольших компаний-заемщиков.

Появление нового финансового инструмента будет способствовать развитию российского рынка ценных бумаг в целом и стремлению эмитентов пройти процедуру листинга на фондовых биржах в частности.