**ФГОБУВПО «Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации»**

**Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»**

Курсовая работа

*на тему:*

**«Рынок «мусорных» облигаций: история, современное состояние и перспективы развития».**

*Работу выполнила:*

студентка группы РЦБ 4-2

Квитко К.В.

*Научный руководитель:*

Станик Н.А.

**Москва 2010**

Оглавление

[Введение. 3](#_Toc279038558)

[Глава 1. Основные аспекты истории рынка «мусорных» облигаций. 3](#_Toc279038559)

[1.1 Период Милкена 1973-1987 года. 3](#_Toc279038560)

[1.2 1988 – 1990 года. 3](#_Toc279038561)

[1.3 1991 – конец 1990-х. 3](#_Toc279038562)

[Глава 2. Современное состояние и перспективы развития рынка высокодоходных облигаций. 3](#_Toc279038563)

[2.1 Особенности «мусорной» терминологии. 3](#_Toc279038564)

[2.2 Современное состояние и перспективы мирового рынка высокодоходных облигаций. 3](#_Toc279038565)

[Европа и Америка. 3](#_Toc279038566)

[Отличия европейского рынка от американского. 3](#_Toc279038567)

[Перспективы развития рынка в Америке и Европе. 3](#_Toc279038568)

[Выводы 3](#_Toc279038569)

[2.3 Современное состояние и перспективы развития рынка высокодоходных бумаг в России. 3](#_Toc279038570)

[«Мусорный» сегмент в России 3](#_Toc279038571)

[Текущая переоценка рисков в связи с дефолтами. 3](#_Toc279038572)

[Структура современного российского рынка высокодоходных бумаг. 3](#_Toc279038573)

[Перспективы российского рынка высокодоходных облигаций. 3](#_Toc279038574)

[Выводы. 3](#_Toc279038575)

[Заключение. 3](#_Toc279038576)

[Список используемой литературы. 3](#_Toc279038577)

[Приложения. 3](#_Toc279038578)

# Введение.

Устраивает ли вас ставка банковского процента? Может она даже покрывает инфляцию и помогает сберечь деньги от обесценивания? Это риторический вопрос, не требующий ответа. Проблема низкой доходности сбережений существует не только на российском слаборазвитом рынке, но и на высокоразвитых зарубежных. Это относится не только к банкам, а к инвестиционным и пенсионным фондам тоже. То есть ко всем финансовым структурам, которые не хотят рисковать, предпочитая надежность доходности.

А легко ли представителям малого и среднего бизнеса сейчас получить кредит? И теперь ответ не понадобится. Почему же те, кому нужны деньги для ведения бизнеса, не могу сойтись с теми, кто хочет получить реальный доход на вложенный капитал? Именно эту функцию призваны выполнять по своей сути так называемые «мусорные» облигации.

«Мусорные» облигации – это облигации спекулятивной категории, которым рейтинговые агентства присваивают рейтинг ниже инвестиционного. Работа с так называемыми мусорными облигациями - своего рода инвестиционный экстрим. Его адепты полагают, что игра стоит свеч: вместе с адреналином они рассчитывают получить неплохую по меркам долгового рынка прибыль.

Сейчас по двум основным причинам, указанным выше в поставленных вопросах, проблема низкой доходности сбережений и накоплений становится все более актуальной и злободневной. И, следовательно, все более активно инвесторы вкладывают свои средства в высокодоходные облигации как решение данной проблемы. В настоящее время как за рубежом, так и у нас формируются фонды, которые занимаются именно вложением в высокодоходные рискованные ценные бумаги (Интервальный фонд "Тройка Диалог - Рискованные облигации" – один из ярких примеров в России).

# Глава 1. Основные аспекты истории рынка «мусорных» облигаций.

Итак, говоря о рынке так называемых «мусорных» облигаций, можно сказать, что он имел место и в 1900 году, и еще раньше, но получил свое реальное развитие и распространение в 1970-х годах с приходом Майкла Милкена на арену мировых финансов. Хотя низкосортные высокодоходные облигации имели место и до него, но именно Милкена называют «мусорным королем», а не, например, У. Бреддока Хикмена[[1]](#footnote-1), который провел выдающееся аналитическое исследование по безрейтинговым облигациям. Он доказал, что диверсифицированный долгосрочный портфель низкосортных облигаций дает более высокую норму прибыли (учитывая процент дефолтов по этим облигациям), нежели сопоставимый портфель облигаций с высоким рейтингом. Именно его исследования легли в основу деятельности Милкена. Также до Милкена хотелось бы отметить Эдварда Альтмана, который вывел формулу, измеряющую степень риска банкротства каждой отдельной компании (Z score model). Занимаясь оценкой возможности банкротства компании, Альтман проводил очень много исследований именно в сфере высокодоходных облигаций.[[2]](#footnote-2)

В целях лучше рассмотреть основные моменты в истории рынка «мусорных» облигаций хотелось бы разделить его историю следующим образом: «период Милкена» 1973-1987, далее 1988 – 1990, 1990 – начало 2000-х. Итак, рассмотрим более подробно каждый из этих периодов.

## 1.1 Период Милкена 1973-1987 года.

В марте 1977 года Lehman Brothers выступил андеррайтером трех выпусков с рейтингом В, собрав 178 млн. долларов – это можно назвать точкой отсчета, точкой появления именно рынка высокодоходных бумаг, а не просто отдельных выпусков ниже инвестиционной категории, которые продавались и ранее. Но основное развитие рынок «мусорных» бумаг получил именно в компании Drexel, и именно благодаря Майклу Милкену.

На протяжении деятельности этого человека можно проследить первый и самый основной этап в развитии рынка высокодоходных ценных бумаг, так как Майклу Милкену принадлежало уже в 1977 году около 25% этого сектора рынка, а к 1986 – более половины. Но даже эти цифры – условность. Учитывая тогдашнее влияние Милкена в «мусорной» сфере, в облигации, андеррайтером которых являлась Drexel Burnham Lambert (компания, в которой работал Милкен), вкладывались многие не менее влиятельные и состоятельные знакомые и коллеги Милкена. Рекламируя высокую доходность данного инструмента своим знакомым, которые вкладывали огромные средства в эти облигации, Милкен тем самым со временем нивелировал единственный недостаток «мусорных» облигаций – это низкий уровень ликвидности из-за б*о*льшей вероятности дефолта по этим обязательствам.

Итак, все по порядку. Начав в 1973 году с капитала в 2 млн. долларов, отдел высокодоходных ценных бумаг Drexel, начальником которого был Милкен и который занимался вторичным размещением облигаций, обеспечивал 100%-ую норму прибыли, зарабатывая премиальные фонды, достигавшие 1 млн. долларов в год.

Затем, в 1977 году в Drexel поступает первое предложение осуществить первичную эмиссию долговых бумаг под собственную гарантию на размещение и дальнейшее распространение среди частных инвесторов от Texas International. Теперь Милкен решил сыграть на том, что чем ниже рейтинг долговых бумаг компании, тем дороже обходится компании привлечение капитала. То есть, став андеррайтером для такой компании, можно получить также высокие комиссионные за принятие на себя риска привлечения капитала по таким низкосортным бумагам. В итоге Милкен продал выпуск на 30 млн. долларов с огромной андеррайтинговой комиссией в 3%. В этом же году Милкен выпустил еще шесть займов для компаний, которые не могли привлечь капитал иным способом.[[3]](#footnote-3)

В 1978 году он добился перевода своего отделения в Калифорнию. Милкен был уверен, что в родном штате ему будет проще отыскивать покупателей. Случай уникальный: обычно инвестиционные компании всеми силами стремятся попасть на Уолл-стрит, а контора Милкена, напротив, ее покинула.

Каждый год Милкен проводил конференции по проблемам «бросовых» облигаций в престижном отеле Beverly Hills. Поначалу это был формат научной конференции. Но с каждым годом это мероприятие все больше походило на встречу богатых инвесторов, которые говорили, какие большие деньги получили от облигаций Милкена и представители компаний, выпустивших облигации, рассказывали о том, как они им помогли. В 1984 году это мероприятие назвали «Балом хищников», и это название прилипло к нему навсегда.

Но далее, с середины 80-х годов, в деятельности не только Милкена, но и все разрастающегося круга инвесторов в высокодоходные бумаги, стали появляться такие выпуски этих бумаг, которые были направлены на поглощение больших компаний другими компаниями, долг которых изначально имел низкий рейтинг. Это называется *выкуп с долговым финансированием – leveraged buyout, LBO)*. И таким образом, небольшая агрессивная компания, набрав заемных денег, покупала какую-нибудь гигантскую корпорацию. Примеров – огромное количество. А самый яркий из них – это захват тогдашним рейдером Виктором Познером строительной корпорации Fischbach Corporation. Будучи связанным обязательством не предпринимать попыток захвата, пока кто-нибудь еще не предпримет такую же попытку или не купит хотя бы 10% акций Fischbach, Познер обратился за помощью к Милкену. Последний посоветовал своему многолетнему партнеру Ивану Боски купить большое количество облигаций Fischbach. Милкен заверил Боски, что в случае чего возместит все убытки. Итак, тут уже не можно увидеть не только захватническое поглощение с помощью «мусорных» облигаций, но и тайный сговор. Но это уже не относится к теме.

Таким образом, прослеживая развитие рынка высокодоходных облигаций на так называемом периоде Милкена, можно выделить основные типы эмитентов таких бумаг: это бумаги компаний растущих и нарождающихся рынков, которые Милкен первоначально финансировал; затем «падшие ангелы», которые стали обращаться в Drexel для получения финансовой помощи в трудные времена; и LBO, которые чаще всего подразумевали под собой враждебные захваты компаний. Они наглядно приведены в Приложении 3.

Далее, с развитием и усугублением выкупов компаний с долговым финансированием и скрывающихся за ними преступных сговоров, Майкл Милкен в 1987 году заработал огромную сумму в $550 млн. и в итоге был приговорен к 10 годам тюремного заключения. Но он пошел на компромисс с правосудием, и в итоге Милкен отсидел в тюрьме лишь 22 месяца. Условием его досрочного освобождения стал пожизненный отказ от любой деятельности, связанной с ценными бумагами.

Хотя все это развитие рынка происходило в Америке, но на этом можно завершить первый этап становления рынка «бросовых» облигаций и во всем мире, так как основное развитие событий и ключевая фигура находились в данный период в США.

## 1.2 1988 – 1990 года.

Это очень нестабильный период. Данный период можно характеризовать как время после Большой коррекции в 1987 году практически на всех фондовых рынках мира, а также после скандалов на Уолл-стрит. В конце 1980-х и начал 1990-х годов рынок облигаций спекулятивной категории бросало вверх и вниз. С огромных высот рекордного выпуска в 1989 году[[4]](#footnote-4) рынок упал практически до нуля в 1990 году[[5]](#footnote-5). Ведущий андеррайтер этого долга Drexel подал заявление о банкротстве, и многие крупные игроки, включая некоторых институциональных инвесторов, подверглись судебному преследованию, что привело, как уже говорилось отчасти выше, к тюремному заключению и взысканию гигантских штрафов. Рыночные уровни упали из-за банкротств, вынужденной продажи на слабом рынке и страха со стороны огромного числа участников рынка.

В 1989-1990 годах рынок практически не увеличился (см. Приложение 5). В то же время в самом 1989 году было публично предложено 116 выпусков на общую сумму 24,9 миллиарда долларов.

Также на такое катастрофически нестабильное развитие рынка очень сильно повлияло принятие в Америке закона о реформе и восстановлении финансовых учреждений, в соответствии с которым требовалось, чтобы ссудно-сберегательные учреждения корректировали свои инвестиционные портфели по рынку и избавились от «бросовых» облигаций к 1994 году. Сберегательные и ссудные ассоциации были вынуждены ликвидировать свои активы. Плюс ко всему, Национальная ассоциация комиссаров страхования (National Association of Insurance Commissioners) ужесточила правила, управляющие инвестициями страховых компаний, и ввела более высокие требования по резервам. Эти действия оказали еще большее давление на и без того перенапряженный рынок.

По данным First Boston, в 1990 году было осуществлено всего 6 новых выпусков на общую сумму 682 миллиона долларов, как мы уже выяснили из Приложения 4. Moody’s показывает новые выпуски на целых 2, 75 миллиардов долларов, а Merill Lynch говорит о 10 новых выпусках общей номинальной стоимостью 1,397 миллиарда долларов. Но вне зависимости от используемых чисел, это была фактически ликвидация деятельности в сфере новых выпусков.

Крупные суммы долга весьма низких порядков, выпущенные в конце 1980-х годов, заставили экономистов задуматься, не потеряли ли участники рынка бросовых облигаций чувство реальности. И тогда компании стали принимать на себя уже новые меры доходности бумаг – это «доходность к дефолту» или «доходность к реорганизации». С 1987 по 1989 годы включительно рынок долга спекулятивной категории был таков, что инвесторы покупали такие выпуски, которые, вероятно, не попали бы на рынок десятилетие или два назад. Но в середине 1989 года появились признаки того, что рынок начинает обращать внимание на качество бросовых облигаций. Именно поэтому имело место повышение рейтинга тех немногих выпусков, которые имели место в 1990 году.

Итак, в общем и целом данный период можно назвать периодом нестабильности рынка высокодоходных бумаг. И связан он был прежде всего с банкротствами и скандалами предшествующего периода, а также с ужесточением в связи с этим законодательства. Но далее следует этап восстановления рынка бросовых облигаций, уже не только количественного, но и качественного его улучшения.

## 1.3 1991 – конец 1990-х.

Столкнувшись с рассмотренными выше проблемами, рынок новых выпусков «бросовых» облигаций в 1990 году практически прекратил свое существование, как и многие его участники. Но рынок восстановился, его участники вновь пришли в себя и обрели уверенность. Не все то плохое, что говорилось о «мусорных» облигациях, соответствовало действительности. Многие осознали, что помимо обанкротившихся компаний, привлекавших «бросовый» капитал для захватнических поглощений, были и хорошие компании, стремившиеся привлечь необходимый капитал, и что вознаграждение стоило риска. Эти компании просто были малоустойчивыми на тот момент, и они чуть ли не банкротились наравне со многими компаниями-захватчиками.

Инвестиционные банки были готовы заключать справедливые сделки, а трейдеры были готовы предлагать конкурентоспособные биды и оферы. Распродажа по бросовым облигациям прекратилась, и во взаимные фонды высокодоходных облигаций вновь потекли деньги. Уже в 1991 году состоялось 43 новых предложения с общим номиналом чуть более 10 миллиардов долларов (см. Приложение 4). В 1992 было предложено бумаг почти на 40 миллиардов долларов, а в 1993 был установлен новый исторический рекорд в 314 проданных выпусков суммарным номиналом 55,9 миллиардов долларов.

Качественный состав высокодоходного рынка поменялся с конца восьмидесятых годов в лучшую сторону. Несмотря на то, что это по-прежнему оставался рынок с рейтингом В, в конце 1994 года выпуски с рейтингом ССС и более низким составляли всего 9% по сравнению с 15% в 1988 году. Выпуски ВВВ и рейтингами Ва и ВВ составляли 40% рынка по сравнению с всего 13% в 1988 году. Также, по данным Merrill Lynch, новые выпуски с рейтингом В- и ниже составляли лишь 17,3% от объема 1994 года и 15,6% от объема 1993. Старший долг как процентная доля новых высокодоходных выпусков варьировался в период 1990-1994 годов между 59-83%. Напротив, в 1986-1989 годах на старший долг приходилось всего 19-34% от общего объема новых выпусков.

Также весьма важный показатель изменения качественной структуры – это использование поступлений от новых выпусков высокодоходных бумаг. В период 1987-1989 годов выпуск на цели поглощений и выкупов с долговым финансированием составлял 34,8-46,4% от общего объема новых выпусков «бросовых» облигаций. А в 1990 году он упал до нуля, в 1991-1993 годах был на уровне 2,4-3,1% и составил в 1994 году 7,5%. Хотя и в 1994 году доля возросла по сравнению с 1990-1993 годами, но все же, в сравнении с 46,4% в 1989 это достаточно малая доля, что очень положительно. Использование новых денег на общие корпоративные цели, а не на слияния-поглощения составляло в 1987-1989 годах 5,9%-10,5%, а в 1991-1994 поднялось до 19,7-31,5%.

Но все же, несмотря на явные улучшения как в качественном, так и в количественном отношении, потрясения, связанные с «бросовыми» облигациями, продолжались. В ноябре 1994 года The Wall Street Journal сообщила, что 12,25%-ные ноты Grand Union Company с погашением в 2002 году упали с 64 до 44, когда компания объявила, что из-за череды убытков не сможет осуществить некоторые плановые процентные платежи. 11,5%-ные ноты F&M Distributors с погашением в 2003 году за два торговых дня упали сначала с 47 до 23, а потом до 20. И снова причинной были объявлены операционные убытки, а компания заявила, что хочет провести реструктуризацию. В итоге F&M объявила о банкротстве 6 декабря.

Такой негативный фон снова заставил многих инвесторов отказаться от бросовых облигаций. Но все же большинство приверженцев высокодоходных облигаций считало, что правильнее смотреть на общую картину на рынке, а не на некоторые изолированные случаи, и видеть достоинства и прибыль, имевшиеся у облигаций спекулятивной категории. Все-таки в целом цифры и структурные изменения свидетельствуют о подъеме сегмента высокодоходных бумаг.

Итак, подводя итог всему упомянутому и рассмотренному выше, необходимо сказать следующее: несмотря на общую стабильную или же катастрофически дестабилизирующую картину, нельзя прогнозировать поведение рынка высокодоходных бумаг с точностью, сопоставимой с прогнозированием рынка бумаг инвестиционной категории. Это достаточно очевидно, так как сегмент «мусорных» облигаций намного неустойчивее в первую очередь из-за своего кредитного рейтинга, но также из-за намного более мягкого, во многих аспектах вообще не регулирующего данный сегмент законодательства. Всегда найдутся те компании, либо физические лица или инвестиционные банки, которые будут паниковать из-за большой возможности невозврата долга, или произошедшего банкротства какой-либо компании-эмитента высокодоходных бумаг. Но в то же время, с большей уверенностью можно сказать, что всегда найдутся приверженцы этого вида бумаг, которые готовы принять высокий, но, что важно, *разумный* риск на свои вложения, потому что проблемы низкой доходности многих рыночных инструментов и труднодоступности кредитов для нового (в частности, малого и среднего) бизнеса практически всегда остаются актуальными.

Теперь мы рассмотрели самые основные аспекты в истории развития рынка «бросовых» облигаций. Это очень важно, так как без рассмотрения коренных причин, которые заставили развиваться рынок в том или ином направлении, которые повлекли за собой те или иные позитивные или негативные события, трудно будет понять, как и почему развивается рынок сейчас и каковы его перспективы в будущем. Таким образом, можно смело переходить к рассмотрению современного состояния рынка высокодоходных ценных бумаг и анализу его перспектив в будущем как на мировом, так и на российском рынках.

# Глава 2. Современное состояние и перспективы развития рынка высокодоходных облигаций.

## 2.1 Особенности «мусорной» терминологии.

Первое, что хотелось бы разъяснить в данной главе – это именно употребление термина «высокодоходные» облигации, а не «мусорные». Почему? Примерно до середины 1990-х годов достаточно большая доля таких бумаг, как уже отмечалось выше, использовалась для враждебных поглощений. Да, несомненно, в структуре использования таких заемных средств происходили положительные изменения. Но, в целом, сейчас данный вид облигаций более корректно называть высокодоходными, или хотя бы облигациями спекулятивной категории, но скорее всего не низкосортными. Они могут быть безрейтинговыми, но именно низкосортных бумаг, подразумевающих заем на корпоративные цели, на развитие компании, а не заем на поглощение какой-нибудь маленькой компанией большой, уже сформировавшейся и надежной корпорации, сейчас все меньше и меньше. Это перестает иметь смысл в свете, во-первых, ужесточения законодательных норм как в Европе, в Америке, так и по всему миру, а во-вторых, раньше это было малопрестижным, а сейчас это тем более не красит маленькую агрессивную компанию.

Хотя применение конкретных терминов достаточно спорно, так как некоторые облигации спекулятивной категории могут вовсе не быть высокодоходными, ибо по ним все так же могут не выплачиваться проценты и мало надежды на возобновление процентных выплат. Даже прибыль, ожидаемая от реорганизации или ликвидации, может оказаться весьма и весьма низкой. Но, в свою очередь, некоторые высокодоходные инструменты могут не относится к спекулятивной категории, имея инвестиционный рейтинг. Высокая доходность может вызываться страхами досрочного погашения облигаций с высоким купоном в условиях низких процентных ставок. Также высокая доходность может вызываться резким падением рынков ценных бумаг, что снижает цены всех выпусков, включая те, которые обладают инвестиционными качествами.

Используя термин «высокодоходные ценные бумаги», некоторые люди могут пытаться оправдать риски, связанные с этими ценными бумагами. Но, конечно же, доходность выше средней должна означать для инвесторов повышенный риск, потому что на инвестиционных рынках бесплатных завтраков не бывает.

Хотя термин «бросовые» порочит весь спектр долга неинвестиционной категории, он применим лишь к некоторым конкретным ситуациям. Бросовые облигации – это не бесполезные вещи, мусор или барахло, как следует из термина. Иногда инвесторы сильно переплачивают за свои ценные бумаги спекулятивной категории и поэтому имеют такое ощущение, что возможно купили отбросы или не имеющей цены мусор. Но разве по сути не то же самое случается, когда они переплачивают за ценные бумаги высокой категории? Бывают ведь и случаи, и их очень много, когда на бросовых облигациях можно получить далеко не бросовую прибыль. Тогда уже эти облигации, конечно, не отбросы, а нечто весьма привлекательное в инвестиционном мире.

Кроме того, не все ценные бумаги в данном низкосортном секторе рынка находятся на грани дефолта или банкротства. Многие эмитенты могут находиться на пороге сектора инвестиционной категории. Таким образом, участники рынка должны проявлять разборчивость, употребляя ту или иную терминологию.

Итак, в данной главе хотелось бы рассмотреть современное состояние и перспективы развития мирового рынка высокодоходных бумаг, и отдельно то же самое для российского рынка.

## 2.2 Современное состояние и перспективы мирового рынка высокодоходных облигаций.

### Европа и Америка.

В данном случае будет целесообразно объединить данные рынки высокодоходных бумаг, так как европейский рынок в общем и целом базируется на принципах и вообще на развитии американского сегмента высокодоходных бумаг.

Для начала выделим основные факторы спроса и предложения на сегодняшнем европейском рынке высокодоходных бумаг. Баланс между спросом и предложением продолжает благоприятствовать росту европейского рынка «мусорных» облигаций.

Спрос на высокодоходные облигации в Европе связан с тем, что:

1. как и во всем мире, низкие ставки на государственные бумаги делают свое дело – европейские инвесторы все больше стремятся вкладывать в более рискованные и высокодоходные инструменты
2. растущий спрос на облигации с повышенной ставкой купона предъявляют пенсионные фонды, сталкивающиеся с нехваткой средств для выполнения своих обязательств. Население Европы быстро стареет, а большинство европейских пенсионных систем испытывает недостаток финансирования. Учитывая, что 90% накоплений европейских граждан инвестированы на национальных рынках и обычно приносят очень низкий доход, постепенный переход пенсионных схем в частные руки, скорее всего, приведет к тому, что на рынке появятся огромные капиталы, ищущие сферы приложения с более высокой ставкой доходности.

Предложение высокодоходных бумаг также остается высоким в связи со следующими факторами:

1. bank disintermediation (отток капитала из кредитно-финансовых институтов на неорганизованные рынки ссудного капитала). Европейские корпоративные заемщики начинают отходить от своих традиционных связей с банками и искать источники долгосрочного финансирования на более гибких условиях. Европа продолжает двигаться к структуре рынка капиталов на манер американской
2. в Европе начинается структурная перестройка и трансграничная консолидация европейской промышленности. В новых условиях европейские компании начали активно реструктурироваться, что привело к увеличению масштабов «отпочкования» (spin-off - образование дочерней компании на базе части активов материнской компании) и слияний/поглощений, которые часто финансируются за счет заемных средств. Именно рост числа выкупов с долговым финансированием сейчас является главным движущим фактором, лежащим в основе роста европейского рынка высокодоходных облигаций
3. внимание к этому рынку со стороны крупнейших транснациональных инвестиционных банков
4. расширение рынка «мусорных» облигаций как за счет новых выпусков, так и за счет «падших ангелов», которых после кризиса все больше и больше.

### Отличия европейского рынка от американского.

Хотя европейский рынок мусорных облигаций создавался по подобию американского, между ними есть ряд важных отличий:

1) *Отличия в структуре*: европейские "мусорные" облигации обычно выпускаются холдинговой компанией, в отличие от США, где эмитентом выступает сама оперирующая компания. Из-за этой особенности держатели европейских облигаций в случае объявления по ним дефолта не будут иметь те же права и не смогут действовать аналогично владельцам старших облигаций непосредственно самой компании.

2) *Различные процедуры банкротства*: в ряде европейских стран держатели облигаций не имеют преимущественного права требования в отношении доли активов ликвидируемой компании и находятся в менее благоприятном положении, чем инвесторы в облигации на американском рынке.

Наиболее сложная проблема, мешающая развитию европейского рынка высокодоходных облигаций, лежит в области субординирования (подчиненности прав требований кредиторов). Из-за того, что случаев дефолтов по европейским «мусорным» долгам было мало, не накоплено статистики, достаточной для проведения сравнительного анализа ставки возврата средств (rate of recovery или recovery value), поэтому ситуацию приходится изучать на примере каждого конкретного дела. Кроме того, в Европе инвестор сталкивается с 15 юрисдикциями, в каждой из которых законодательство о банкротстве имеет свою специфику, но направлено в конечном счете на ликвидацию компании. Напротив, в США Глава 11 Закона о банкротстве делает упор на спасение-реорганизацию компании-должника под руководством прежних управляющих в попытке избежать ее полной ликвидации.

Ставка возврата средств по обязательствам компании, объявившей о своей неплатежеспособности, - очень важный фактор для оценки потенциального дохода по портфелю «мусорных» облигаций. Исследования говорят о том, что в США держатели облигаций, по которым был объявлен дефолт, могут ожидать возврата 40% первоначального вложения (основной суммы долга). По сравнению с примерно 7% для всех необеспеченных кредиторов в Великобритании (где нет сравнимой статистики по возмещению средств держателям облигаций). Заметим, что в 40% случаев банкротства в Великобритании возврата средств этой категории кредиторов не было вообще.

Поэтому европейские фонды, аккумулирующие средства частных инвесторов с целью их инвестирования в высокодоходные обязательства, могут понести серьезные потери по причине «несклонного» к держателям облигаций законодательства о банкротстве - в случае объявления эмитентом дефолта по своим долгам интересы розничных инвесторов таких фондов будут ущемлены.

3) *Различия в системе учета*: Европа пока не пришла к единообразию применяемых бухгалтерских стандартов и правил отчетности, что делает европейскую систему учета менее прозрачной и удобной для анализа по сравнению с американскими Generally Accepted Accounting Principles (GAAP).

4) *Различные уровни и степени раскрытия информации*: американские эмитенты высокодоходных облигаций подпадают под регулирование SEC, требующее от них предоставления регулярной отчетности. В отличие от Европы, где пока не выработано единого подхода в отношении требований к эмитентам, призванных обеспечить инвесторов всей полнотой информации.

Среди других различий можно также упомянуть меньшую ликвидность рынка в Европе, более слабое развитие индустрии коллективных инвестиций по типу американских взаимных фондов и, конечно, различия в инвестиционной культуре. Важным обстоятельством, тормозящим развитие рынка высокодоходных облигаций в Европе, является недостаток знаний по кредитному анализу компаний с низким рейтингом. Для европейских специалистов это во многом новая дисциплина, по которой им еще предстоит наработать опыт. Все объясняется просто: европейские компании традиционно занимают деньги у банков, а не привлекают их с финансовых рынков, и определение цены заемных средств - больше вопрос доверия в отношениях их длительности, чем кредитного анализа.

### Перспективы развития рынка в Америке и Европе.

Что можно сказать касательно перспектив современного американского рынка высокодоходных бумаг, то согласно отчету Bank of America Merrill Lynch, к 2013 году 40% американских выпусков высокодоходных облигаций, окажутся в дефолте. При том, что «обычный» - во время предыдущих двух рецессий – суммарный пятилетний дефолтный рейтинг junk-bonds составлял 30%[[6]](#footnote-6). «Как только государственная помощь корпорациям начнет ослабевать, дефолты будут случаться чаще», - объясняют эксперты из Merrill Lynch.

В 2009 году в США дефолтный индекс junk-bond вырос с июля в 9,4% до 10,2% в августе. По прогнозам Standard&Poor's, к июлю 2010 года этот индекс должен был достичь почти 14%[[7]](#footnote-7). Официальных данных на июль 2010 года у Standard&Poor’s сейчас нет, так как они, как и Merrill Lynch, публикуют только годовые данные или прогнозы.

Ранее наивысший дефолтный индекс был зафиксирован во время Великой Депрессии – почти 16%. Однако в Merrill Lynch прогнозируют, что этот рекорд будет побит уже во втором квартале 2010 года – индекс дефолтов вырастет до 17%. Страшнее всего будет в 2013-2014 годах – когда junk-заемщикам придется погасить 361 млрд. долларов по выпущенным облигациям, или 72% от всех погашений этих облигаций, эмитированных с 2008 года[[8]](#footnote-8).

Прогнозы Merrill Lynch совпали с обнародованием рекордной статистики по притоку денег в ETF (Exchange Traded Fund – индексный фонд, торгуемый на бирже фонд), специализирующихся на junk-bonds. Неделя, окончившаяся 16 сентября 2009 года, ознаменовалась притоком в эти фонды 242,5 млн. долларов, согласно данным EPFR Global. А с начала года в них пришли рекордные 17 млрд. долларов – пик за всю историю наблюдений с 1995 года. Интерес инвесторов к такого рода инструментам можно объяснить лишь одним, все тем же фактором – растущим аппетитом к риску. Индекс доходности High Yield Master II, рассчитываемый Merrill Lynch, к середине сентября 2009 года достиг 11,43%.

Эксперты из European Credit Management считают, что растущая мода на высокодоходные облигации пришла и в Европу. Пока рынок Старого света почти в три раза меньше американского – поскольку в США традиционно принято сначала выпускать облигации, а потом уже идти за недостающими деньгами в банк. В Европе до сих пор все было наоборот – сначала походы в банк и лишь затем – выпуск бондов. Начиная с 2000 года в США объем рынка high-yield достиг 6 трлн. Долларов к 2009 году, из которых 85% это leveraged loans (когда компания, будучи обремененной большими долгами, продолжает занимать, но уже по завышенным ставкам – не путать с LBO’s), 15% - непосредственно высокодоходные облигации. В Европе за тот же период объем высокодоходного рынка достиг 2,2 трлн. долларов, на долю бондов тут пришлось 7,5%.

### Выводы

Итак, подводя итог всему вышесказанному, а также вышеупомянутым цифрам, следует сказать несколько основных общих моментов в перспективах развития рынка бумаг спекулятивной категории:

* В связи с посткризисными экономическими условиями и новым появлением на их основе большого числа компаний, занимающихся именно слияниями-поглощениями, увеличивается и, как видно из прогнозов рейтинговых компаний, будет дальше увеличиваться, индекс дефолтов по облигациям спекулятивной категории
* Данная тенденция будет актуальна и для Европы, так как фактически европейское развитие рынка высокодоходных бумаг копирует его развитие в Америке
* Все же несмотря на значения дефолтного индекса, общая доходность рынка высокодоходных бумаг останется на высоком уровне, так как ставки облигаций неинвестиционной категории – не меньше 12-13% в сравнении со значениями индекса в 10-11%
* Сейчас помимо компаний, преследующих захват или слияние, все равно остается весьма актуальной проблема финансирования компаний высокотехнологичных отраслей, которые открываются на незанятных ранее сегментах рынка в основном высоких технологий. Их долговым обязательствам рейтинговые агентства не присвоят сразу же инвестиционный рейтинг, это очевидно. Поэтому финансирование высокодоходными облигациями новых растущих компаний можно назвать всегда актуальным аспектом в перспективах развития рынка высокодоходных облигаций.

## 2.3 Современное состояние и перспективы развития рынка высокодоходных бумаг в России.

### «Мусорный» сегмент в России

Прежде всего необходимо сказать, что в России бумаги спекулятивной и инвестиционной категории называются немного по-другому:

1. *к первому эшелону* можно отнести облигации высоконадежных заемщиков. В данном списке числятся крупные компании, имеющие довольно высокие рейтинги от международных рейтинговых агентств и немалую долю капитала, принадлежащего государству (ВТБ, РЖД, ЛУКОЙЛ, Газпром, АИЖК и др.). Доходность выпусков данного эшелона невелика и варьирует в пределах 5,5-8% годовых, в зависимости от дюрации облигационного займа
2. *ко второму эшелону* можно отнести облигации, доходность которых составляет от 8-11% годовых. По набору эмитентов и отраслей, в которых работают компании-заемщики, второй эшелон выглядит "богаче" первого. Ко второму эшелону можно смело отнести и бумаги сектора связи и металлургической отрасли, машиностроительных и нефтехимических компаний, а также займы отдельных представителей потребительского сектора и др.
3. *бумаги третьего эшелона* (именно они в России считаются «мусорными» облигациями) по доходности могут изменяться с уровня 11-12% годовых до фактически бесконечности. К данному эшелону чаще всего относят облигации эмитентов, у которых велика вероятность дефолта, либо присутствуют достаточно высокие кредитные риски. Этот сегмент корпоративного рынка облигаций, пожалуй, самый разнообразный. Компании-заемщики имеют очень разную отраслевую принадлежность (строительство, агропромышленный комплекс, ритейл и др.).

Вот что написано в правилах фонда в отношении инвестиционной стратегии фонда «Рискованные облигации»: «Объектами инвестирования являются российские рублевые корпоративные облигации второго и третьего эшелонов, имеющие потенциал роста курсовой стоимости в средне- и долгосрочной перспективе и обладающие приемлемым уровнем надёжности».

В целом разница между вторым и третьим эшелоном невелика. Финансовая отчетность компаний второго эшелона немногим лучше таковой предприятий, относящихся к эшелону ненадежных бумаг третьего эшелона. Но, в то же время, порой держателями облигаций, относящихся ко второму эшелону, становятся иностранные инвесторы, что в случае с «мусорными» облигациями маловероятно. В то же время в случае полного и своевременного исполнения обязательств перед инвесторами компания, относящаяся к категории третьего эшелона, может со временем перебраться в списки второго порядка. Случается, что дебютный заем эмитента, попадая на вторичный рынок, оказывается в рядах облигаций с высоким уровнем доходности, но по прошествии определенного времени компания показывает хорошую финансовую отчетность, своевременно выплачивает рыночным игрокам денежные премии в соответствии с установленной величиной купона, в случае досрочного выкупа без заминок выполняет свои обязательства перед инвесторами. Таким образом, эмитент создает для себя положительную кредитную историю, которая в дальнейшем может благоприятно отразиться на ставке купона и статусе эмитента. Не исключен также перенос текущих и последующих бумаг эмитента в более привилегированный котировальный лист и, как следствие, переход эмитента из третьего эшелона во второй и т. д.

Таким образом, здесь дело скорее не в отнесении той или иной бумаги к определенному «эшелону». С поправкой на специфику отечественного рынка корпоративных облигаций к российским «бросовым» облигациям в настоящее время мы относим такие облигации, у которых, во-первых, ставка купона превышает официальный уровень инфляции[[9]](#footnote-9), т. е. находится на уровне выше 10-12% годовых[[10]](#footnote-10), а доходность к ближайшей дате оферты или погашению превышает 10% годовых; во-вторых, структура займа предполагает использование специальной модели, являющейся финансовой прокладкой для обеспечения интересов реального заемщика; в-третьих, поток прибыли от финансово-хозяйственной деятельности эмитента и его поручителей не покрывает текущих купонных платежей, возможных выплат по ближайшим офертам и представляет реальную вероятность непогашения выпуска, т. е. выпуск является финансово необеспеченным, и нередко целью займа эмитента служит в основном реструктуризация задолженности, а не развитие бизнеса.

### Текущая переоценка рисков в связи с дефолтами.

Технические дефолты — это повод к началу переоценки рисков в третьем эшелоне. За время существования рынка рублевых облигаций на нем не произошло ни одного крупного дефолта. Но в последнее время мы стали свидетелями 5 технических дефолтов («Арбат Престиж», «Марта», ГОТЭК, «Минеско», ГК «Держава»), изменивших отношение инвесторов к риску и значительно затруднивших выход компаний третьего эшелона на рынок облигаций. В настоящий момент инвесторы склонны использовать оферты как возможность выхода из бумаг независимо от установленной ставки купона. В отличие от сектора качественных бумаг, где ориентиром справедливого уровня доходности служит внешний рынок, у большинства инвесторов отсутствует понимание адекватной оценки риска по эмитентам третьего эшелона (нет кредитных рейтингов, своевременно публикуемой отчетности, накопленной статистики дефолтов и т. д.).

При отнесении бумаг эмитента к зоне риска следует руководствоваться следующими критериями:

1. *Финансовые показатели*. Особое внимание следует уделить покрытию краткосрочной части долга денежным потоком от операционной деятельности (EBITDA), а также покрытию собственными средствами и запасами общего объема чистого долга.

2. *Акционерная структура*. В случае неудовлетворительных финансовых показателей эмитента непрозрачная акционерная структура служит достаточным основанием для отнесения эмитента к зоне риска.

3. *Масштабы деятельности*. Мы считаем, что у компании с прочными рыночными позициями (в своей нише) низкая вероятность дефолта.

4. *Уровень информационной прозрачности компании*. Среди эмитентов, которых отличает слабая поддержка со стороны акционеров или уязвимые рыночные позиции, мы относим к зоне риска компании, финансовая отчетность которых, равно как и информация об операционных показателях, труднодоступна, а финансовые результаты раскрываются нерегулярно.

5. *Отраслевая принадлежность эмитента*. Не следует недооценивать также общую ситуацию в секторе, к которому относится компания, и ее подверженность рискам, характерным данной отрасли. В случае если кредитное качество эмитента было недостаточно высоким, а сектор, к которому он принадлежит, относится к наиболее рискованным, его также следует включить в список компаний, располагающихся в зоне повышенного риска.

Так, основные финансовые показатели, которые использует в работе фонд «Высокорискованные (бросовые) облигации» под управлением УК «ВИКА», следующие:

* финансовый рычаг до эмиссии (<1)
* финансовый рычаг после эмиссии (<1)
* коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами (>1)
* коэффициент покрытия (>2)
* коэффициент прогноза банкротства (>0)
* общий коэффициент ликвидности (>1)
* прибыль от продаж/оборотный капитал (в %)
* рентабельность активов
* рентабельность продаж
* рентабельность собственного капитала.

### Структура современного российского рынка высокодоходных бумаг.

Основными секторами, в рамках которых обращаются высокодоходные облигации в России, являются прежде всего торговля, строительство и девелопмент и, конечно, АПК. Рассмотрим почему.

*Сектор розничной торговли.* Российский сектор розничной торговли относится к активно растущим секторам российской экономики. Активный рост в данном секторе связан с тем, что большинство компаний в данном секторе на протяжении нескольких лет активно расширяли свои торговые сети, что осуществлялось преимущественно за счет привлечения долгового финансирования. Значительное ухудшение ситуации на долговых рынках (необеспеченные кредиты стали менее доступны на фоне роста процентных ставок) привело к тому, что ряд компаний сектора оказались в затруднительном финансовом положении (как уже говорилось выше, «Марта», «Арбат Престиж», «Копейка»). Низкий уровень (в среднем ниже 8%) операционной рентабельности, характерный для всего сектора, сильно ограничивает возможности компаний по обслуживанию долга по более высоким ставкам. Несмотря на высокие кредитные риски, отметим, что кредитоспособность отдельных компаний определяется не столько их финансовыми показателями, сколько наличием собственных средств, не обремененных залоговыми обязательствами. Это позволяет провести альтернативные схемы рефинансирования долга. Например, ТД «Копейка», Группа «Алпи» и «Арбат Престиж» успешно продемонстрировали возможность рефинансирования долга за счет sale-lease-back (сделок под залог своих торговых площадей).

*Строительство и девелопмент.* Возросшие кредитные риски для российского сектора строительства и девелопмента аналогичны трудностям, с которыми в настоящий момент сталкиваются компании, оперирующие на рынках недвижимости во многих странах мира на фоне затянувшегося ипотечного кризиса в США. При этом в обозримой перспективе особых улучшений ситуации не предвидится. В результате интерес иностранных инвесторов к российским компаниям сектора недвижимости заметно снизился. Поддержки сектору не оказывает даже тот факт, что российский рынок недвижимости продолжает демонстрировать достаточно уверенные темпы роста. Основным риском для рассматриваемого сектора, на наш взгляд, является высокая потребность компаний в долгосрочных финансовых ресурсах, а также в рефинансировании короткой части долга. Это объясняется спецификой строительного и девелоперского бизнеса, которая подразумевает отсутствие постоянного денежного потока, так как основной объем выручки формируется только после ввода в эксплуатацию строительных объектов, а также за счет бумажной переоценки недвижимости на балансе. При этом следует отметить, что большинство девелоперских компаний, представленных на рынке рублевых облигаций, не имеют финансовой отчетности, подготовленной по международным стандартам, и отличаются низким уровнем информационной прозрачности, что не позволяет в полной мере оценить их финансовое состояние.

*Агропромышленный комплекс.* Риски рефинансирования для сектора достаточно высоки, что подтверждается недавним техническим дефолтом ГК «Держава», а также определенными трудностями с прохождением оферты, с которыми столкнулся ГК «Агрохолдинг». Вместе с тем средний уровень долговой нагрузки по сектору довольно высокий (отношение долга к показателю EBITDA в среднем превышает уровень 5/6), при том, что средний уровень операционной рентабельности составляет всего 10—11%. Большинство компаний сектора характеризуются крайне низкой информационной прозрачностью и неэффективным менеджментом, а финансовая отчетность некоторых эмитентов является труднодоступной. Кроме того, необходимо обратить внимание на фактор сезонности, характерный для аграрного сектора: денежные потоки компаний распределяются неравномерно в течение года, что в свою очередь приводит к возникновению временных затруднений с ликвидностью, как это произошло с ГК «Держава». Тем не менее, на фоне общего роста цен на продовольствие российский агропромышленный комплекс привлекает внимание иностранных инвесторов, что подтверждается приходом западных акционеров в капиталы «Агрики» и «Белгранкорма». Скорее всего в дальнейшем подобная тенденция сохранится, так как в условиях сложной текущей ситуации на кредитных рынках и ограниченных возможностей финансирования для ряда компаний сектора приход стратегического инвестора является оптимальным вариантом продолжения своего развития.

### Перспективы российского рынка высокодоходных облигаций.

Во многом перспективы роста рынка «мусорных» облигаций зависят от темпов роста экономики и отдельных ее отраслей в каждой конкретной стране, на территории которой работают эмитенты этих облигаций. И чем динамичнее будет экономический рост, тем выше вероятность того, что компании - эмитенты «бросовых» облигаций смогут соблюдать график выполнения своих платежных обязательств. С ростом экономики риск дефолта отдельного эмитента постепенно снижается, также снижаются и ставки по высокодоходным облигациям, поскольку уменьшается рисковая премия, требуемая инвесторами в качестве компенсации за вероятность неплатежа, что делает более привлекательными вложения в «мусорные» облигации. Все вышесказанное можно в полной мере отнести и к ситуации с корпоративными облигациями в нашей стране.

Также о перспективах российского рынка высокодоходных бумаг может сказать эффективность управления фондами рискованных облигаций. Сравним результаты фонда «Рискованные облигаци» с индексом РТС (конечно, сравнивать правильнее с индексами облигаций, но РТС демонстрирует общую деловую активность и эффективность вложений в традиционные фонды акций):

* апрель 2010 года: РТС составляет 1617 пунктов
* сентябрь 2010 года: РТС составляет 1461 пункт

А что с фондом "Рискованные облигации"? Он за это же время вырос на 4,78%. Рынок падает, инвесторы в летних отпусках, а фонд зарабатывает деньги. Как фонд вел себя в суперблагоприятный 2009 год? Посмотрим: стабильный рост, 64,39% годовых. Это меньше, чем показывали фонды акций, но все же великолепный результат, нельзя не признать. Радуют и показатели издержек инвестора: вознаграждение УК «Тройка Диалог» - всего 1,8 %, скидка - 0,5%. Конечно, это очень поверхностный анализ, причем основанный на данных прошлого, а потому делать прогнозы и рекомендации на будущее довольно сложно. В любом случае выбирать фонд нужно по совокупности разных признаков, а не по нескольким отдельно взятым критериям. К этому надо подходить взвешенно. Однако, несомненно на фонд «Рискованные облигации» нужно обратить внимание инвесторам, которые хотят достаточно большой надежности вложений (риск, как показывает практика, не так уж и велик, по сравнению с фондами акций) и неплохого дохода.

Итог: вряд ли есть смысл строить всю инвестиционную стратегию (то есть нести все деньги в данный фонд) на рискованных облигациях, но как вариант для размещения денег в периоды волатильности и застоя на рынке ПИФ, занимающийся высокодоходными облигациями, может оказаться неплохим вариантом.

### Выводы.

* Вне зависимости от сегмента корпоративного рынка внутреннего долга, облигации второго и третьего эшелонов продолжают оставаться рискованными финансовыми инструментами
* Как следствие из предыдущего вывода, чтобы хоть как-то привлечь внимание серьезных российских и крупных иностранных инвесторов к рискованным облигациям рынка внутреннего долга, предприятиям второго и третьего порядка необходимо начать плавный переход от управленческой отчетности по РСБУ к аудированной отчетности по МСФО. Раскрытие информации в меморандуме о стандартах отчетности и ее качестве может также в значительной степени изменить стоимость заимствования. Также не лишним было бы опубликовать комментарии к отчетности.
* рассматривая кредитные риски эмитентов, инвесторам необходимо принимать во внимание появление налоговых претензий (величина которых может оказаться неожиданно высокой), о чем мы могли убедиться на ярком примере «Арбат Престижа»
* своевременный приход стратегического инвестора в компании, оказавшиеся в затруднительном финансовом положении, не является панацеей, что подтверждают примеры «Марты», «Миннеско» и СЗЛК
* использование стратегии покупки бумаг, торгующихся значительно ниже номинала накануне оферты, может быть оправдано в случае, если инвестор располагает инсайдерской информацией относительно конкретного эмитента, иначе стремление заработать может обернуться значительными потерями. А употребление инсайдерской информации, как известно, является одним из самых тяжких финансовых преступлений
* Вероятность дефолтов, безусловно, всегда будет существовать. Большая вероятность дефолта по облигациям связана либо с возможными внутренними проблемами эмитента, к которым следует отнести конфликты среди его крупных акционеров или учредителей[[11]](#footnote-11), либо с возможностью недружественного поглощения эмитента другими структурами, в том числе его непосредственными конкурентами по бизнесу. Поэтому большое значение для дефолта имеет не столько позиция эмитента на рынке своих услуг, сколько его устойчивость внутри себя и нормальные отношения с другими компаниями-конкурентами на этом рынке.

# Заключение.

# Список используемой литературы.

**Книги, монографии, учебники:**

1. Миркин Я.М., Лосев С.В., Рубцов Б.Б., Добашина И.В., Воробьева З.А., «Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций» - М, «Альпина Паблишер», 2004
2. Ричард С.Уилсон, Фрэнк Дж.Фабоцци, «Корпоративные облигации: структура и анализ» - М, «Альпина Бизнес Букс», 2005
3. Саватеева А.П., диссертация «Корпоративные облигации различных классов доходности как объект инвестиций на российском финансовом рынке» - ФА, 2008
4. Джеймс Б.Стюарт, «Алчность и слава Уолл-стрит» - М, «Издательский дом Альпина», 2000

**Статьи и публикации:**

1. Гений и злодейство Майкла Милкена, «Компания», выпуск №39 (135), 2000
2. Инвестиции в junk bonds, «РЦБ», № 11 (314), 2006
3. Продуктовый ритейл — флагман рынка высокодоходных внутренних займов, «РЦБ» № 16 Август (367) 2008
4. Первичное предложение рублевого долга: огромное и не проблемное, «Депозитариум» № 2 Февраль 2010
5. Высокодоходные облигации строительной отрасли, «РЦБ» № 19 Октябрь 2005
6. Конструирование облигационного займа с индивидуальным поручительством, «РЦБ» № 20 Октябрь (347) 2007
7. Junk bonds для паевого фонда, «РЦБ», №16 Сентябрь 2005
8. Новая реальность рынка рублевых облигаций, «РЦБ» №18 Сентябрь 2008
9. Корпоративные облигации компаний второго и третьего эшелонов, «РЦБ» Октябрь 2007
10. Основные причины бума приобретений с помощью LBO, «РЦБ» №22 (349) 2007
11. Обеспечение ликвидности высокодоходных облигаций организатором размещения, «РЦБ» №13 (292) 2005
12. Реструктуризация корпоративных долгов (рублевых облигаций), «РЦБ» №9-10 2009
13. Анализ ликвидности высокодоходных облигаций на биржевом рынке, «РЦБ» №13 (292) 2005

**Интернет-ресурсы:**

1. <http://www.mikemilken.com/> - личный официальный сайт Макла Милкена
2. <http://www.bostonfirst.org/> - официальный сайт CS First Boston Corporation
3. [www.bondsonline.com/](http://www.bondsonline.com/)
4. <http://sandp.ecnext.com/> - сайт официальных публикаций Standard & Poor’s
5. <http://www.ml.com/index.asp?id=7695_15125_17454> – официальный сайт Merrill Lynch
6. <http://www.gks.ru/> - официальная служба Государственной статистики
7. <http://pif-investisii.blogspot.com/2010/09/troyka-dialog-riskovannye-obligatsii.html>

**Иностранные источники:**

1. W. Braddock Hickman, «Corporate Bond Quality and Investor Experience». Published in 1958 by Princeton University Press
2. Edward Altman, « Bankruptcy, Credit Risk and High Yield ‘Junk’ Bonds: A Compendium of Writings». — Oxford, England and Malden, Massachusetts: Blackwell Publishing, 2002.
3. «Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920 – 1996» - Moody's Investors Services, 1997
4. High-Yield Summary of Corporate Bonds, Merrill Lynch 2009
5. Credit Default Rates of Corporate Bonds: High-Yield Sector Survey, Merrill Lynch 2009.
6. Standard & Poor’s 2008 Annual Forecast
7. Junk Bonds: Everything You Need To Know – investopedia.ru

# Приложения.

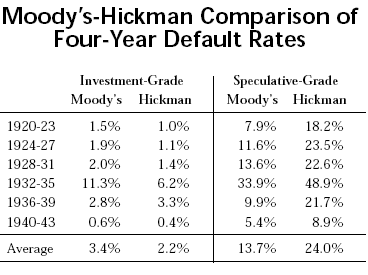
**Приложение 1.** *Долгосрочные рейтинги облигаций.*



Источник: www.bondsonline.com/

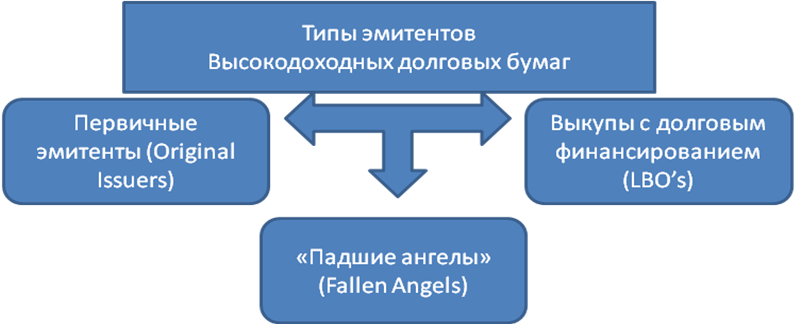
**Приложение 2.** *Сравнение дефолтов по американским долговым*

*обязательствам рейтингового агентства Moody’s и исследований Хикмена.*



Источник: «Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920 – 1996», p.10 - Moody's Investors Services, 1997. Данный источник было удобнее взять, чем само исследование Хикмена, так как здесь представлены основные агрегированные данные по таблицам Хикмена в исследовании «Corporate Bond Quality and Investor Experience», Corporate Bond Defaults before and during the Great Depression, p. 114-117.

**Приложение 3.** *Типы эмитентов высокодоходных долговых бумаг.*



*Первичные эмитенты* – это молодые, растущие и многообещающие предприятия, у которых, однако, нет еще солидных балансов и отчетов о прибылях и убытках, характерных для многих признанных корпораций. Примером являются многие существующие сегодня компании Силиконовой долины. В 1994 году журнал Vanity Fair опубликовал статью под названием "Новый американский истеблишмент". Среди 19 героев публикации фигурировали компании Теад Тернера, Крейга Маккоу, Самнера Редстоуна, Джеральда Левина, Джона Мелоуна, Руперта Мердока, Барри Диллера, Майкла Эйзнера, Рональда Перельмана и Билла Гейтса. Из всех только Билл Гейтс не был обязан своим положением "бросовым" акциям Милкена.

*«Падшие ангелы»* - это категория компаний, которые ранее имели долг инвестиционной категории, но для них наступили трудные времена, и финансовые показатели ухудшились. Они могут переживать дефолт или приближаться к банкротству. Яркий пример – Chrysler Corporation, которая прошла весь путь от инвестиционного рейтинга до неивестиционного и обратно.

О том, что такое LBO и о примере мы поговорили в главе 1.

**Приложение 4.** *Новые выпуски спекулятивной категории, 1977 – 1994*

*(по номинальной стоимости, в миллионах долларов).*

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Год** | **Сумма** | **Число выпусков** | **Средний размер выпуска** |
| 1977  1978  1979  1980  1981  1982  1983  1984  1985  1986  1987  1988  1989  1990  1991  1992  1993  1994 | 952  1464  1241  1351  1524  2548  7614  14688  14568  34189  28576  27671  24906  **682**  **10081**  39586  55900  34755 | 25  50  40  40  32  42  88  132  177  223  176  157  116  **6**  **43**  236  314  179 | 38,08  29,28  31,03  33,78  47,63  60,67  86,52  111,27  82,31  153,31  162,36  176,25  **214,71**  113,67  234,44  167,74  178,03  194,16 |
| **Всего** | **302 296** | **2076** | **145,61** |

Источник: High-Yield Handbook, January 1995, CS First Boston Corporation. http://www.bostonfirst.org

**Приложение 5.** *Исторические данные по предложению новых выпусков долга спекулятивной категории с разбивкой по источникам, млрд. долларов.*

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **1988** | **1989** | **1990** |
| Размер рынка в начале года  Новые публичные выпуски  Прочие  Снижение (повышение) рейтинга  Погашение долга  Новые предложения (промежуточный итог)  Регистрация частных размещений (оценка)  Общий объем новых предложений  Размер рынка в конце года | 157,9  27,8  4,6  -1,4  -8,6  22,4  8,0  30,4  188,3 | 188,3  24,9  7,8  1,0  -7,7  26,0  11,9  37,9  **226,2** | 226,2  **0,7**  0,5  9,1  -15,1  **-4,9**  5,7  **0,8**  **227,0** |

Источник: High-Yield Handbook, January 1995, CS First Boston Corporation. http://www.bostonfirst.org

1. W. Braddock Hickman, «Corporate Bond Quality and Investor Experience». Published in 1958 by Princeton University Press. В приложении 2 наглядно представлена основная его часть его труда – сравнение оценок Moody’s и исследований Хикмана. [↑](#footnote-ref-1)
2. Edward Altman Bankruptcy, Credit Risk and High Yield ‘Junk’ Bonds: A Compendium of Writings. — Oxford, England and Malden, Massachusetts: Blackwell Publishing, 2002. [↑](#footnote-ref-2)
3. Все данные касательно Майкла Милкена и его деятельности - с его официального личного сайта <http://www.mikemilken.com/>. Также эти данные есть и в книге «Алчность и слава Уолл-стрит» Джеймса Стюарта, но это все-таки художественная книга, и, таким образом, более точными данными считаются цифры с его официального сайта. [↑](#footnote-ref-3)
4. Имеется в виду именно средний размер выпуска, так как это более точный показатель для характеристики рынка облигаций в сравнении с общим числом выпусков и суммарной их стоимостью. Данные о выпусках облигаций спекулятивной категории представлены в приложении 4. [↑](#footnote-ref-4)
5. А уже этот факт можно проследить, глядя именно на сумму выпусков и их общее катастрофически малое число. См. Приложение 4. А средний размер выпуска сократился лишь в два раза. [↑](#footnote-ref-5)
6. Цифры из High-Yield Summary of Corporate Bonds, Merrill Lynch 2009; Credit Default Rates of Corporate Bonds: High-Yield Sector Survey, Merrill Lynch 2009. <http://www.ml.com/index.asp?id=7695_15125_17454> - Merrill Lynch Highlights и Global Research. [↑](#footnote-ref-6)
7. С сайта <http://sandp.ecnext.com/> - официальные публикации Standard & Poor’s, последняя публикация по прогнозам - 2008 Annual Forecast. [↑](#footnote-ref-7)
8. Credit Default Rates of Corporate Bonds: High-Yield Sector Survey, Merrill Lynch 2009. [↑](#footnote-ref-8)
9. По данным Росстата, инфляция в России с начала текущего года составила 7,4% - данные на 30 ноября 2010 года. [↑](#footnote-ref-9)
10. Учитывая цифры 2009 года в 8,8% и 13,3% в 2008 году (по официальным данным Росстата), за нечто среднее можно взять ставку в 10%. [↑](#footnote-ref-10)
11. Показательный пример - это облигации ООО «Нортгазфинанс», которое является 100% дочкой ОАО «Нортгаз», к которому несколько месяцев назад Газпром в очередной раз предъявил свои претензии, и в результате котировки облигаций упали до 70% и была реальная вероятность их дефолта. [↑](#footnote-ref-11)