



Научная статья / Original article

УДК 336.763.3

Специфика деятельности эмитентов и инвесторов на рынке облигаций третьего уровня листинга

П. А. Комаров

студент

Финансовый университет при Правительстве РФ,

Москва, Россия

221246@edu.fa.ru

Научный руководитель

Ж. Н. Тропина

кандидат экономических наук, доцент

Финансовый университет при Правительстве РФ,

Москва, Россия

ZNTropina@fa.ru

Аннотация: В статье исследуются облигации третьего уровня листинга как альтернативный инструмент привлечения финансирования для малого и среднего бизнеса в условиях ограниченного доступа к банковскому кредитованию. Автором проведен анализ ключевых характеристик эмитентов данного сегмента, включая отраслевую структуру, требования к листингу и особенности государственной поддержки. Подробно рассмотрены меры стимулирования выпуска облигаций третьего эшелона, такие как субсидирование купонных выплат, участие институтов развития, а также масштабы применения подобных мер.

Ключевые слова: облигации третьего уровня листинга, долговой рынок, рынок облигаций, эмитенты, инвесторы.

Для цитирования: Комаров П.А. Специфика деятельности эмитентов и инвесторов на рынке облигаций третьего уровня листинга. Ученые записки Российской академии предпринимательства. 2025. Т. 24. № 3. С. 24–29. <https://doi.org/10.24182/2073-6258-2025-24-3-24-29>.

The specifics of issuers' and investors' activities in the third-tier bond market

P. A. Komarov

Student

Financial University under the Government of the Russian Federation,

Moscow, Russia

221246@edu.fa.ru

Scientific Supervisor

Zh. N. Tropina

Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof.

Financial University under the Government of the Russian Federation,

Moscow, Russia

ZNTropina@fa.ru

Abstract: The article examines third-tier listed bonds as an alternative tool for attracting financing for small and medium-sized businesses in conditions of limited access to bank loans. The author analyzes the key characteristics of issuers in this segment, including their industry structure, listing requirements, and government support features. The measures to stimulate the issuance of third-tier bonds, such as subsidizing coupon payments and the participation of development institutions, as well as the scope of such measures, are considered in detail.

Keywords: third-level listed bonds, debt market, bond market, issuers, investors.

For citation: Komarov P.A. The specifics of issuers' and investors' activities in the third-tier bond market. Scientific notes of the Russian academy of entrepreneurship. 2025. T. 24. № 3. P. 24–29. <https://doi.org/10.24182/2073-6258-2025-24-3-24-29>.

В условиях высокой ключевой ставки и, как следствие, наличия у малого и среднего бизнеса существенных затруднений с финансированием бизнеса посредством банковских кредитов, особенно актуальной становится проблема поиска новых возможностей и применения отличных от банковских инструментов для привлечения средств. Среди таких альтернативных инструментов одним из основных выступает эмиссия облигаций.

Ключевое отличие от банковского кредитования в применении облигаций со стороны заемщика (эмитента) состоит в том, что эмитент может самостоятельно настраивать ключевые условия получения заемных средств: их сумму, условия и сроки погашения. Также необходимо принять во внимание, что привлечение заемных средств посредством облигаций предполагает выплату лишь купонов, в то время как тело долга погашается лишь в конце срока обращения. Среди эмитентов высокодоходных облигаций (ВДО) преобладают компании из таких отраслей как строительство, торговля и ритейл, микрофинансовые и лизинговые компании. Одной из специфических черт рынка ВДО является относительно высокая концентрация: на указанные четыре отрасли приходится 73% от совокупной стоимости всех выпусков высокодоходных облигаций (отраслевая структура эмитентов облигаций третьего эшелона представлена на рис. 1).

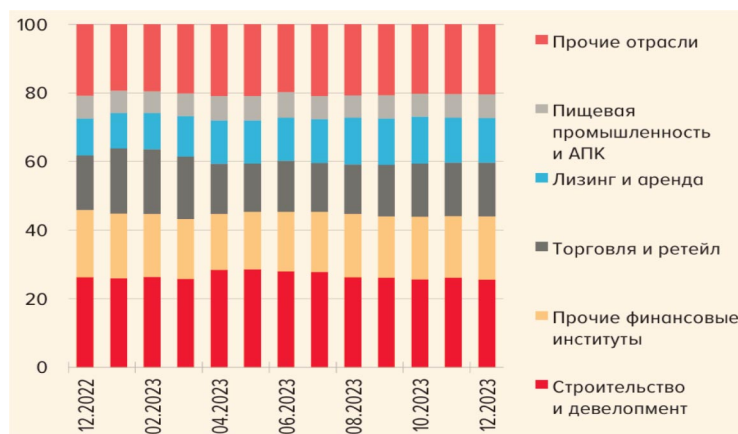


Рис. 1. Отраслевая структура облигаций третьего эшелона (%)¹

Проанализируем характерные черты эмитентов облигаций третьего уровня листинга, основываясь на критериях, используемых Московской Биржей для классификации компаний²:

1. Снижен уровень требований: требования для третьего уровня листинга значительно проще по сравнению с облигациями первого и второго уровней. Это даёт возможность компаниям с более низким уровнем финансовой стабильности или отсутствием сложной корпоративной структуры привлекать инвестиции через публичное размещение облигаций.

2. Отсутствие ограничений для объёма выпуска и номинальной стоимости облигаций:

- Объём выпуска не ограничивается минимальными суммами (как для 1-го или 2-го уровня, где требуется привлечение не менее 2 млрд. руб. или 500 млн. руб. соответственно).
- Номинальная стоимость должна соответствовать законодательным нормам, но конкретные минимумы не устанавливаются.

Это означает, что компании могут выпускать облигации в таких объемах, которые они считают достаточными, без необходимости соблюдения минимальных сумм в зависимости от уровня листинга. Это позволяет компаниям, возможно, с меньшей рыночной капитализацией, находить свои ниши и реагировать на потребности рынка. Также отсутствие строгих требований по

¹ Данные Банка России. — URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/48944/fi_review_2023.pdf.

² Московская биржа. Требования для облигаций российских эмитентов. — URL: <https://www.moex.com/a2589>.

номинальной стоимости делает облигации более гибкими, поскольку компании могут не только предлагать различные условия для инвесторов, но и самостоятельно подбирать для себя конкретные характеристики долга.

3. Срок существования эмитента: для облигаций третьего уровня отсутствуют требования к минимальному сроку существования эмитента. Это упрощает доступ к капиталу для новых бизнесов, которые могут не иметь многолетней истории, но имеют перспективную идею или продукт.

4. Финансовая отчётность: требуется раскрывать данные только за последний завершённый год, что значительно проще, если сравнивать с первым и вторым уровнями. Этот аспект полезен для стартапов и малых предприятий, которые готовы раскрывать свою текущую отчетность.

5. Требования к дефолту: Отсутствие дефолта или равнозначных обязательств проверяется только на момент прекращения существующих обязательств. Это снижает требования для эмитентов, которые могут находиться в ситуации финансового риска.

6. Отсутствие требований к кредитному рейтингу: для облигаций третьего уровня минимальные кредитные рейтинги не применяются, что делает этот формат привлекательным для компаний с рисковым или не установленным рейтингом.

7. Отсутствие требований по уровню корпоративного управления.³ Во-первых, эмитенту не требуется создавать совет директоров, что сокращает затраты на управление и снижает административную нагрузку. Во-вторых, упрощается система внутреннего контроля и аудита. Отсутствует необходимость разрабатывать и утверждать политику внутреннего аудита, создавать отдельное структурное подразделение, заниматься привлечением внешних независимых аудиторских организаций и обеспечивать их работу в соответствии с корпоративными стандартами. Это снижает издержки и упрощает внутренние процессы компании. В результате сокращается время на подготовку и выпуск облигаций, снижаются затраты на выполнение корпоративных процедур, что делает эмиссию облигаций третьего уровня более доступной и оперативной для эмитента.

Таким образом, опираясь на критерии классификации Московской Биржи, можно сделать вывод, что облигации третьего уровня листинга предназначены для эмитентов, которые не соответствуют строгим требованиям к финансовой стабильности, прозрачности и объёму выпуска. Это делает их доступным инструментом для небольших компаний, стартапов или компаний с нестабильным финансовым положением, которым необходимо привлечение капитала через долговые инструменты.

В настоящее время в России реализуется ряд мер, направленных на поддержку малых и средних предприятий в их выходе на фондовый рынок, включая сегмент облигаций. В рамках национального проекта «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной инициативы», действовавшего с 2019 по 2024 год, был разработан комплекс программ, способствующих интеграции МСП в фондовый рынок.⁴

Основные составляющие этих мер:

1. Финансовое содействие в размещении ценных бумаг и покрытие расходов на получение кредитного рейтинга (до 2% объема размещения, но не более 2,5 миллионов рублей).

2. Частичное субсидирование купонных выплат (до 70% от ключевой ставки).

3. Гарантии в виде поручительств (до 100% номинальной стоимости облигаций).

4. Участие институтов развития в качестве «якорных» инвесторов, обеспечивающих значительную долю от общего объема размещения.

Структура размещений по видам деятельности эмитентов представлена на рисунке 2.

Проанализировав структуру размещений, можно отметить, что:

1. Потребность экономики в импортозамещении и внутренняя поддержка бизнеса сыграли ключевую роль в формировании структуры размещений, что особенно заметно в агропромышленности и производственном секторе.

³ Московская биржа. Требования к корпоративному управлению эмитента, соблюдение которых является условием включения облигаций в первый уровень. — URL: <https://www.moex.com/a2587>.

⁴ Банк России. Развитие инструментов фондового рынка для субъектов МСП 2019–2024. — URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/120739/press_faund.pdf.



Рис. 2. Структура размещений по видам деятельности эмитентов (% от количества размещений) ⁵

2. Недвижимость остается привлекательной сферой для инвесторов благодаря господдержке и спросу на жилье.

3. ИТ и наукоемкие сферы пока недостаточно представлены, но их доля может увеличиваться по мере укрепления технологического суверенитета РФ.

4. Энергетика и традиционные секторы промышленности чаще финансируются иными способами, поэтому их доля в размещении облигаций невысока. Кроме того, относительно скромная доля энергетики может объясняться тем, что крупные энергетические компании обычно не относятся к малому и среднему бизнесу.

Далее проанализируем результаты возмещения части затрат субъектам МСП, связанных с эмиссией облигаций и выплатой процентных доходов по ним, в соответствии с установленными правилами (табл. 1):

Таблица 1

Объем возмещения затрат субъектам МСП, связанных с эмиссией облигаций и выплатой процентных доходов по ним ⁶

Год	Количество эмитентов	Совокупный объем поддержки
2019	7	27,6 млн. рублей
2020	18	124 млн. рублей
2021	22	153 млн. рублей
2022	25	420 млн. рублей
2023	34	726 млн. рублей
2024	32	559 млн. рублей

Можно заметить, что год от года количество эмитентов, которые получают компенсацию при размещении, как и общий объем средств, направляемый на эти цели — рос (кроме периода 2023—2024 год). Если сопоставить эти показатели с общим количеством эмитентов облигаций третьего эшелона, то можно заметить, что даже 2023 и 2024 годах, когда количество эмитентов, получивших помощь, было максимально, их доля в общем количестве эмитентов составляла соответственно 36,5% и 31,1%. Таким образом, большая часть компаний сегмента МСП не получает финансовой поддержки при размещении. Это может быть связано со сложностями конкурсно-

⁵ Данные Банка России. — URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/120739/press_faund.pdf.

⁶ Там же.

го отбора компаний, которым помогают при размещении, ограниченностью финансирования подобных компенсаций или же неинформированностью эмитентов.

Также можно проанализировать статистику объема «якорных инвестиций» от АО «МСП Банк» (табл. 2):

Таблица 2

Объем «якорных инвестиций» от АО «МСП Банк»⁷

Год	Количество размещений	Общий объем
2019	5	2 млрд. рублей
2020	10	4 млрд. рублей
2021	1	0,5 млрд. рублей
2022	-	-
2023	12	2,6 млрд. рублей
2024	36	8,4 млрд. рублей

Если провести сравнение объемов «якорных инвестиций» за 2023 и 2024 годы с общим объемом размещения облигаций третьего уровня листинга, то выяснится, что они покрывают лишь от 0,05% до 4,4%.

Таким образом, большая часть компаний сегмента МСП не получает «якорных инвестиций» или финансовой поддержки при размещении. Это также может быть связано со сложностями конкурсного отбора компаний, которым будет оказана помощь. Что касается биржевой и финансовой инфраструктуры, то она, на сегодняшний день, адаптирована к размещениям МСП и предполагает: наличие специального биржевого сегмента, присутствие рейтингового покрытия, существование специальных биржевых тарифов, присутствие широкого круга потенциальных инвесторов, а также обучение, информирование, консультирование.

Начиная с 2017 года, при активном содействии Фонда развития промышленности, Российского фонда прямых инвестиций (РФПИ), корпорации МСП и Российского экспортного центра, на Московской бирже был сформирован так называемый Сектор Роста. Его ключевой целью является стимулирование привлечения инвестиций в малые и средние предприятия. Чтобы попасть в этот Сектор, компании-эмитенту недостаточно быть просто субъектом МСП, необходимо также соответствовать ряду требований, которые являются более жесткими, чем общие требования для выпуска облигаций третьего эшелона⁸:

1. Срок существования эмитента — не менее 3 лет.

Это помогает гарантировать, что компания уже прошла начальные стадии становления и функционировала в различных бизнес-условиях. Более длительный срок существования свидетельствует о жизнеспособности бизнеса и позволяет инвесторам быть более уверенными в его устойчивости.

2. Компании с объемом выручки не менее 120 млн. рублей.

Это минимальное значение выручки подтверждает, что компания имеет определенный уровень операционной деятельности и финансовых результатов. Это также служит показателем жизнеспособности и роста бизнеса, что важно для привлечения инвестиций.

3. Максимальное значение выручки не более 10 млрд. рублей для эмитентов облигаций.

Установление верхних границ выручки помогает отличать компании, которые действительно относятся к малому и среднему бизнесу, от более крупных предприятий. Это также обеспечивает доступ к финансированию для компаний, которым может быть труднее получить финансирование при более высоких уровнях ставок.

4. Минимальный объем выпуска — 50 млн. рублей для эмитентов облигаций.

Этот порог позволяет обеспечить определенный уровень значимости выпуска, что делает его более привлекательным для инвесторов и потенциальных крупных игроков на рынке. Кроме того,

⁷ Данные Банка России. — URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/120739/press_faund.pdf.

⁸ Московская биржа. Сектор Роста. — URL: <https://www.moex.com/s2151>.

это помогает избегать недостаточно крупных выпусков, которые могут не вызывать интерес у инвесторов.

5. Наличие рейтинга или поддержки от институтов развития (поручительство от Корпорации МСП, «якорные» инвестиции от МСП)

Рейтинги и поддержка от институтов, таких как Корпорация МСП или МСП Банк, обеспечивает формирование дополнительного доверия к эмитенту. Рейтинг позволяет инвесторам оценить кредитоспособность компании, а поддержка со стороны госструктур дополнительно снижает риски. Это может включать поручительства, которые служат защитой для инвесторов в случае нестабильности на рынке.

Для того, чтобы попасть в Сектор Роста компаниям, как правило, крайне важно соответствовать последнему из требований, поскольку только после получения «якорных инвестиций» или гарантии от корпорации МСП они могут рассчитывать на участие и получение дополнительных преференций. Среди наиболее привлекательных преимуществ выделяются следующие⁹:

- освобождение от оплаты за листинг облигаций при объеме выпуска до 400 миллионов рублей;
- сокращенная плата за услуги по листингу — до 40% при размещении облигационных выпусков в рамках Сектора Роста для эмитентов — субъектов МСП.
- субсидирование купонной ставки по облигациям до 70% от ключевой ставки Центрального банка;

На данный момент в Секторе Роста Московской биржи находится 68 компаний, лишь 11 из которых не являются субъектами МСП. Только одна компания находится в состоянии технического дефолта (ООО «Нэппи Клуб»), все остальные успешно привлекают средства и платят по своим обязательствам.¹⁰ Это говорит о том, что для попадания в Сектор Роста компании проходят качественный отбор. Обеспечение финансирования для развития малого и среднего бизнеса на данный момент является крайне важным, поскольку масштабная деятельность малых и средних компаний вносит позитивный вклад в развитие национальной экономики в целом.

Список литературы

1. Тропина Ж.Н. Специфика выпуска и обращения коммерческих облигаций. Контентус 2018. № 7(72). С. 19–24.
2. Тропина Ж.Н. Не в деньгах счастье... Коммерческие бумаги как инструмент привлечения финансовых ресурсов. Российское предпринимательство. 2004. № 11. С. 64–67.
3. Тропина Ж.Н. Не в деньгах счастье... Коммерческие бумаги как инструмент привлечения финансовых ресурсов. Российское предпринимательство. 2004. № 9. С. 68–71.
4. Boomin. Облигации микрофинансовых компаний: есть ли идея в бондах МФО? — URL: <https://boomin.ru/publications/article/obligatsii-mikrofinansovykh-kompaniy-est-li-ideya-v-bondakh-mfo>.

References

1. Tropina J.N. Specifics of the issue and circulation of commercial bonds. Contentus 2018. № 7(72). S. 19–24.
2. Tropina Zh.N. Not in money happiness... Commercial papers as a tool to attract financial resources. Russian entrepreneurship. 2004. № 11. S. 64–67.
3. Tropina Zh.N. Not in money happiness... Commercial papers as a tool to attract financial resources. Russian entrepreneurship. 2004. № 9. S. 68–71.
4. Boomin. Bonds of microfinance companies: is there an idea in MFI bonds? — URL: <https://boomin.ru/publications/article/obligatsii-mikrofinansovykh-kompaniy-est-li-ideya-v-bondakh-mfo>.

Статья поступила в редакцию 01.08.2025; одобрена после рецензирования 08.09.2025; принята к публикации 10.09.2025.

The article was submitted 01.08.2025; approved after reviewing 08.09.2025; accepted for publication 10.09.2025.

⁹ Московская биржа. Эмитенты Сектора Роста. — URL: <https://www.moex.com/a7603>.

¹⁰ Там же.