**Ирина КАЛИНКОВА,**
обозреватель группы российских облигационных рынков, Cbonds.ru

# Программа развития облигационного рынка Банка России: увеличить и ускорить

В конце мая Центральный банк опубликовал последнюю версию плана развития финансового рынка РФ на 2016–2018 годы, в котором в том числе речь идет и о рынке облигаций. По итогу реализации программы доля инструментов с фиксированной доходностью на российском рынке заимствований (объем облигаций, выпущенных резидентами на территории РФ, номинированных в рублях и иностранной валюте) должна увеличиться с текущих 15% до 20% уже к 2018 году.

## В ПОЛЬЗУ СЕГМЕНТА ДОЛГОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

В рамках «Дорожной карты» по развитию рынка облигаций и синдицированного кредитования Банк России предлагает, в частности, обратить внимание на то, что такие инвестиционные инструменты, как долговые бумаги, все еще серьезно проигрывают и как способ заимствования, и как способ сбережения средств. По оценке Cbonds, российский облигационный рынок вырос с начала года на 5% и составил по итогу июля текущего года порядка 15 трлн руб., из которых 8.4 трлн руб. приходится на корпоративный сектор (из них 4.6 трлн руб. — рыночные размещения; их объем с начала года не изменился). В отраслевой структуре эмитентов российского рынка, по данным Cbonds, доминируют банки и прочие финансовые институты, занимая доли в размере 25% и 21% соответственно. При этом, по данным регулятора, объем кредитов, предоставленных юридическим лицам — резидентам и индивидуальным предпринимателям по итогу 2015 года, составил около 30 трлн руб.

С другой стороны, ключевыми покупателями облигаций являются банковские и прочие финансовые структуры. При этом объем привлеченных депозитов на 1 июня составил около 23 трлн руб. от физлиц и 17.6 трлн руб. от локальных организаций. Потенциально часть этих средств может быть «конвертирована» в долговые бумаги и тем самым способствовать трансформации относительно коротких

# КОММЕНТАРИИ

## ДОЛГОВОЙ РЫНОК

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

Более года прошло с момента, когда были созданы все необходимые условия для выпуска коммерческих облигаций — нового долгового инструмента на российском рынке, до регистрации первого выпуска коммерческих облигаций. Несмотря на наличие у коммерческих облигаций очевидных преимуществ, связанных прежде всего с высокой оперативностью заимствования, с возможностью снижения издержек эмитента (за счет отсутствия необходимости допуска и поддержания листинга на бирже), круг потенциальных инвесторов в данный инструмент существенно ограничен (в первую очередь за счет институциональных инвесторов и банков — основных инвесторов на российском долговом рынке). Это связано с наличием законодательных ограничений: например, для НПФ необходимым условием вложений является допуск облигаций к обращению на организованных торгах. У банков нет возможности использовать новый инструмент для рефинансирования в Центральном банке РФ, в отличие от других видов облигаций и кредитов. Вместе с тем коммерческие облигации могут стать для компаний реального сектора цивилизованной заменой векселей.

РАЗВИТИЕ ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА БУДЕТ СПОСОБСТВОВАТЬ РЕШЕНИЮ ВОПРОСОВ ДЕФИЦИТА РЫНОЧНОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ В ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ

ресурсов банковской системы России в долгосрочные источники капитала.

Кроме того, с точки зрения регулятора, развитие облигационного рынка будет способствовать решению вопросов потенциального дефицита рыночного обеспечения в финансовой системе и снятию с банковского сектора нагрузки по кредитованию крупнейших российских корпораций. В частности, рост спроса на рыночное обеспечение, как ожидается, возникнет в связи с переводом рынка производных финансовых инструментов на обеспеченную основу и развитием денежного рынка, где широко используются инструменты обеспеченного кредитования. К примеру, таковыми являются операции РЕПО на базе центрального контрагента с клиринговыми сертификатами участия.

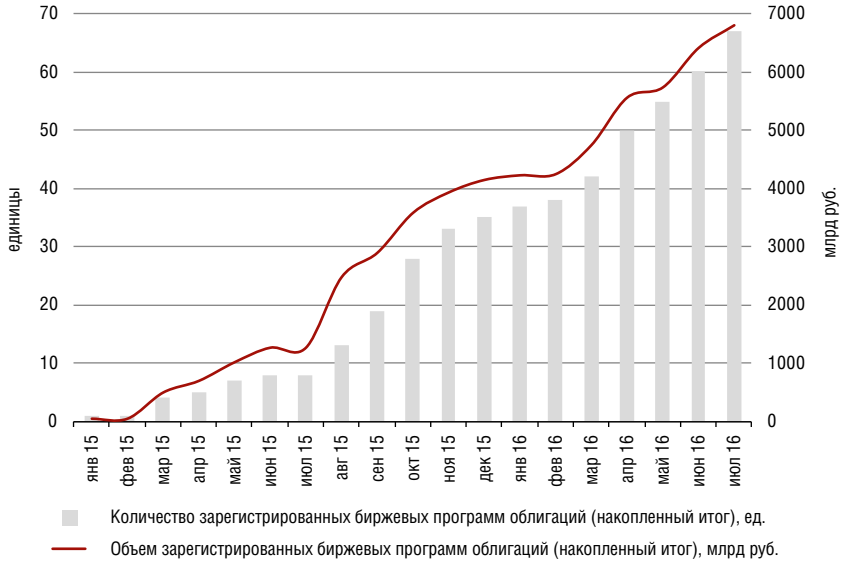
Что же касается снятия с банковского сектора нагрузки по кредитованию крупного бизнеса, то речь идет о перспективе высвобождения банковского капитала в пользу кредитования непубличных малых и средних заемщиков, в то время как компаниям — лидерам рынков как раз и предлагается обратить больше внимания на облигационный заемный инструмент. Не стоит также забывать, что дополнительный спрос на облигации, номинированные в рублях, может обеспечить сам банковский сектор в связи с внедрением пакета регулятивных норм «Базеля III» и расширением инвестиционных портфелей НПФ и страховых организаций.

### КАК ПРИВЛЕЧЬ ИНВЕСТОРОВ И ЗАЕМЩИКОВ

Ключевые мероприятия по развитию рынка fixed income сводятся на данный момент к двум направлениям: во-первых, к совершенствованию «эмиссионной инфраструктуры» (упрощение и сокращение сроков процедуры эмиссии, электронный документооборот) и, во-вторых, выявлению признаков повышения привлекательности бумаг по уровню альтернативной доходности.

Так, одним из важных условий развития рынка облигаций является сокращение издержек эмитентов при эмиссии ценных бумаг. Об этом рассказала Елена Чайковская, директор департамента развития финансовых рынков Центрального банка РФ, на ежегодной конференции институциональных инвесторов Investfunds Forum Группы Cbonds. «Начавшийся весной 2014 года проект ЦБ (КА-проект) расширился и в основном направлен на упрощение регистрации и размещения биржевых облигаций как наиболее востребованного инструмента. Целью проекта стало сокращение периода между принятием эмитентом решения о выпуске облигаций в рамках программы и размещением этого выпуска до 24 часов. Для ускорения процесса регистрации бумаг осуществляется переход на электронную систему документооборота, оптимизация эмиссионных документов, в том числе с возможностью частичной или полной

ОДНИМ ИЗ ВАЖНЫХ УСЛОВИЙ РАЗВИТИЯ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ ЯВЛЯЕТСЯ СОКРАЩЕНИЕ ИЗДЕРЖЕК ЭМИТЕНТОВ ПРИ ЭМИССИИ ЦЕННЫХ БУМАГ




Источник: Cbonds.ru

**Рисунок 1**
**Динамика зарегистрированных биржевых программ облигаций российских эмитентов (в том числе валютные программы, эквивалент в руб.)**

РАЗРАБОТКА МЕХАНИЗМА ОЦЕНКИ КАЧЕСТВА ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ЦЕНОВЫХ ЦЕНТРОВ ДОЛЖНА БЫТЬ РЕАЛИЗОВАНА БАНКОМ РОССИИ УЖЕ В ЭТОМ ГОДУ

отмены некоторых из них, доработка операционных механизмов и процесс согласования новых критериев для ускоренного, практически автоматического включения облигаций (выпускаемых в рамках программы) в Ломбардный список», — отметила Елена Чайковская.

Сам механизм выпуска долговых бумаг посредством биржевых программ также будет законодательно совершенствоваться. В частности, в начале августа на рынке появился первый эмитент так называемых коммерческих облигаций — еще одного подвида биржевых облигаций, предназначенных для скорейшего покрытия разрывов ликвидности краткосрочными выпусками. Согласно статье 27.5-2 ФЗ «О рынке ценных бумаг», коммерческие облигации могут быть зарегистрированы только Центральным депозитарием и только по закрытой подписке. Они «могут стать для компаний реального сектора цивилизованной заменой векселей», считает Александр Ермак, главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН».

Кроме того, вопрос ограниченности уровня ликвидности российских облигаций регулятор планирует решить путем создания добровольно аккредитованных ценовых центров. Такие организации весьма эффективно противодействуют ценовому манипулированию, повышают прозрачность финансового рынка и способствуют справедливой оценке активов, предоставляемых ЦБ в обеспечение по операциям рефинансирования. Согласно «Дорожной карте», разработка механизма оценки качества функционирования ценовых центров должна быть реализована Банком России уже в этом году.

Планируется, что проблема урегулирования дефолтов по облигациям на базе общих собраний владельцев облигаций также будет совершенствоваться. Такие меры, вместе с развитием инструментов с плавающей ставкой и созданием новых продуктов, позволят опять-таки привлекать инвестиционные ресурсы в более долгосрочные проекты.

Центральный банк понимает, что пойти на дополнительные транзакционные издержки физлица согласятся лишь при наличии преимущества в доходности инструментов с фиксированной доходностью по сравнению с привычными депозитами на уровне 4–5 п.п. На данный момент, по оценке регулятора, максимальная процентная ставка (по вкладам в российских рублях) среди крупнейших банков составляет порядка 8.8% годовых. Аналогом такого типа сбережения могут быть инвестиции в облигации российских эмитентов первого эшелона. Текущие уровни доходности (к 3–5-летним офертам) по таким заемщикам составляют от 9.8% до 11% годовых. Следовательно, серьезных стимулов для обращения к новому, непривычному, типу сбережения и инвестирования личных средств пока нет. К тому же потенциальный рост объемов облигационных займов, в свою очередь, повысит уровень конкуренции на рынке финансовых ресурсов, а следовательно, будет способствовать дальнейшему снижению процентных ставок. И тем не менее работа в этом направлении продолжается.

Вероятно, одним из основных шагов навстречу нерешительному инвестору является инициатива по освобождению купонного дохода по корпоративным облигациям от НДФЛ (купон по суверенным облигациям не облагается налогом). Соответствующее поручение было дано Правительству РФ еще в начале декабря 2015 года. Как отметил Алексей Тимофеев, глава НАУФОР, «это очередной позитивный шаг по стимулированию инвестиционной активности граждан и мобилизации внутренних инвестиций». Впрочем, пока не до конца ясно, может ли эта мера распространяться и на валютные облигации, с тем чтобы «переманить» частных инвесторов, предпочитающих страховаться от валютных рисков локального рынка.