**Сергей ПАХОМОВ,**
д.э.н., первый заместитель председателя, председатель Москомзайма в 1997–2011 годах

# «Народные облигации»: успех гарантирован?

Идея о том, чтобы привлечь на рынок государственных облигаций огромное количество наличных денег, скопившееся у населения «под матрасами», последние 25 лет упорно живет в умах наших государственных чиновников, федеральных и региональных. Попытки такого привлечения неоднократно предпринимались в прошлом, но без особого успеха. До рядового частного инвестора такие облигации, как правило, не доходили.

## ПОВТОРЕНИЕ НЕУДАЧНО ПРОЙДЕННОГО?

Москва тоже пыталась размещать «сберзаймы»: два в документарной форме в 1997–1998 годах и два — в бездокументарной в 2003–2004 годах. Облигации, которые мы размещали в 2003–2004 годах, аналогичны предлагаемым сейчас ОФЗ-н, однако тогда у нас отсутствовали какие-либо ограничения на обращение на вторичном рынке, тем более ограничения по срокам владения облигациями. Инвестор имел право продать их в любое время по текущей рыночной цене и полностью получить накопленный купонный доход. Это были облигации Москвы, обращающиеся на ММВБ и имеющие биржевой листинг.

Российские и иностранные частные инвесторы, которые хотят приобретать ОФЗ, давно это делают в немалых объемах, успешно используя имеющиеся технологии биржевой торговли: через ПИФы, брокерские счета, интернет и торговые программы. Несмотря на то что в России существует развитый и ликвидный биржевой рынок внутреннего государственного долга России, основанный на передовых торговых биржевых технологиях, и у Минфина отсутствуют проблемы с размещением облигаций и привлечением средств инвесторов, финансовые власти начинают сложный и трудоемкий проект по поиску и привлечению к покупке ОФЗ «нового старого инвестора». Создается впечатление, что эмитент начинает конкурировать сам с собой.

Условия эмиссии и обращения ОФЗ-н позволяют говорить о том, что они имеют ряд преимуществ по сравнению с банковскими депозитами. К числу таких преимуществ можно отнести низкий уровень риска, гарантии возврата вложенных средств в объеме вложения, фиксацию процентной ставки на достаточно высоком уровне на длительный период, что важно в условиях тенденции к снижению про-

центных ставок по депозитам банков. Однако инвестор, судя по отзывам и комментариям в сети, в результате печального опыта советских времен, дефолта 1998 года, слабой информированности о современном состоянии рынка ОФЗ, отсутствия конкретной информации о предлагаемом новом инструменте и процедуре его приобретения очень скептически относится к подобным планам. Это ставит под сомнение возможность скорого успеха. Под успехом надо понимать не просто разовое размещение среди частных инвесторов имеющихся государственных облигаций на несколько десятков миллиардов рублей, а создание устойчиво работающего фактически нового, отдельного сегмента рынка для особых «народных» государственных облигаций, которые имеют ряд особенностей и ограничений в обращении и должны приобретаться исключительно российскими частными инвесторами. Доступ институциональным инвесторам на этот рынок планируется закрыть. Тем не менее работа началась, поэтому коротко остановимся на практических проблемах реализации проекта.

## ГДЕ И КАК КУПИТЬ?

Решающую роль для частных инвесторов играет простота и доступность приобретения облигаций. Стандартизация процедуры оформления банковских депозитов, широкое внедрение российскими банками интернет-банкинга, разнообразие линейки банковских вкладов, наличие пополняемых депозитов и депозитов с неснижаемым остатком, их гибкость и возможность досрочного прекращения — все это привычно, понятно и доступно рядовому российскому держателю сбережений. Сеть филиалов крупнейших банков широко разветвлена и находится в шаговой доступности от потребителя услуг. Банковский персонал обучен продавать эти услуги, процедура документооборота отработана и минимизирована. Развитие интернет-банкинга и возможность проводить депозитные операции не выходя из дома и с минимальными затратами времени также побуждает частных инвесторов использовать депозиты наряду с другими банковскими услугами. У эмитента ОФЗ-н на данном этапе таких возможностей нет.

Каналы реализации «народных облигаций» частным инвесторам пока в реальности отсутствуют, несмотря на наличие в лице Сбербанка и ВТБ-24 агентов по размещению ОФЗ-н. Кстати, эти же банки (вместе с Банком Москвы) были агентами города Москвы при размещении «сберзаймов» в 2003–2004 годах. Опыт показал, что использование для этой цели филиальной сети крупнейших российских банков за комиссионное вознаграждение дорого и малоэффективно. В случае если комиссию платит инвестор, это резко снижает доходность по облигациям и практически приравнивает их к депозитам, особенно в случае приобретения минимальных пакетов. Банки оказываются перед необходимостью продавать продукт, который явно конкурирует с предлагаемыми ими депозитными услугами. Необходимо обучить работников банков процедуре реализации облигаций слабо информированному частному инвестору. От банковского служащего потребуется не только оформить стандартный пакет документов, но и предварительно ответить на достаточно сложные вопросы, касающиеся эмиссии и обращения государственных облигаций, состояния рынка, процентных ставок, сроков и вариантов владения бумагой и так далее, а в итоге убедить инвестора приобрести облигации. Банковский служащий должен фактически выполнить работу инвестиционного консультанта достаточно высокой квалификации, что требует длительного времени на общение с каждым отдельным клиентом. В обстановке рядового банковского отделения, занимающегося стандартными поставленными на поток банковскими услугами, платежами, карточками, потребительскими кредитами, выдачей пенсий, это практически нереально. Кроме того, зачастую потенциальный инвестор после получасовой беседы уходит думать, ничего не купив. Если он все же решился, то для того чтобы приобрести облигации в электронной форме, потребуется заключить через банковское «окно» договоры на брокерское обслуживание, депозитарное обслуживание и договор купли-продажи ОФЗ, которые надо полистать, почитать и подписать. Эти договоры не являются бесплатными, что налагает на инвестора дополнительные расходы и уменьшает его доход. Это затратная процедура и по трудовым ресурсам, и по времени. Если предположить, что планируемый транш в 20 млрд руб. будет успешно размещен и каждый частный инвестор (при очень оптимистичном раскладе) купит в среднем облигаций на 100 тыс. руб., то агентам в жесткие сроки надо пропустить через себя 200 тыс. человек только для оформления документов. Это число можно смело удвоить, если представить, сколько людей может просто обратиться в банки за информацией. В любом случае неизбежны очереди в банках и нервотрепка для всех участников процесса. Надо учесть и конкуренцию со стороны крупнейших российских брокерских компаний, которые предлагают частным инвесторам в режиме онлайн заключать договоры на открытие брокерских счетов для операций с государственными ценными бумагами.

Предстоит большая работа по рекламе предстоящих выпусков ОФЗ-н, нужно довести до широких слоев потенциальных частных инвесторов информацию об особенностях данного инструмента, его преимуществах,объяснить порядок приобретения, правила обращения и так далее. Без этого объявление о размещении облигаций останется незамеченным. Это дополнительные расходы для эмитента, несмотря на возможности социальной рекламы, которая бесплатна при определенных условиях. Банкам-агентам на базе своих call-центров предстоит открыть телефонные «горячие линии» для обращений интересующихся частных инвесторов, количество звонков может измеряться тысячами. Потребуется личное участие ряда руководителей Министерства финансов в разъяснительной работе. Насколько это возможно при их загруженности — вопрос открытый.

## КОМУ, КОГДА И ПО КАКОЙ ЦЕНЕ МОЖНО ПРОДАТЬ?

Важнейшими факторами для инвестора, частного или институционального, при принятии решения о приобретении облигаций являются наличие развитого вторичного рынка и

его ликвидность. Инвестору важно иметь возможность при необходимости обратить имеющиеся у него облигации снова в наличные деньги. Любое ограничение ликвидности неизбежно будет отрицательно воспринято российскими частными инвесторами, равно как и введение ограничения на возможность продать облигации на рынке до окончания срока их обращения. Поэтому предусмотренный условиями эмиссии и обращения минимально допустимый срок в 12 месяцев для владения трехлетними «народными облигациями» (прежде чем возникает возможность продать их агенту без потери накопленного купонного дохода) имеет явные признаки замораживания средств частных инвесторов на этот срок. Вторичный рынок сведен к возможности досрочной продажи облигаций агенту, который становится собственником бумаг и получает доход. Дальнейшая судьба выкупленных облигаций туманна, не исключено, что они останутся на балансе агента до погашения. Это явно «не комильфо». Тем более что в отношении стандартных ОФЗ, обращающихся на биржевом рынке, подобных ограничений нет.

Запрещено использовать индивидуальные инвестиционные счета. Непонятно, чем вызвана подобная дискриминация «народных облигаций». Можно догадываться, что таким образом эмитент стремится отпугнуть институциональных инвесторов от приобретения ОФЗ-н и побудить частных инвесторов удерживать облигации в своем портфеле до погашения, избегая спекуляций. Только в таком случае можно через три года получить обещаемую сейчас доходность в 8.5% годовых, которая значительно превышает ставки по депозитам в наиболее надежных банках на сопоставимый срок. Это может привлечь небольшое количество консервативных состоятельных инвесторов, готовых инвестировать более 300 тыс. руб. для минимизации комиссий агентов. Но такие инвесторы скорее предпочтут работать на рынке напрямую через участие в биржевой торговле.

## КОМУ ДОСТАНУТСЯ ПЫШКИ, А КОМУ ШИШКИ?

Главная проблема, которая практически не имеет решения, связана с тем, что законное желание эмитента привлечь частного инвестора и для этого предоставить премию по доходности отдельно взятым ОФЗ-н по отношению к стандартным ОФЗ с аналогичным сроком обращения, может создать некий особый «рыночек» внутри рынка гособлигаций, явную рыночную аномалию по доходности. Это неизбежно приведет к тому, что сюда хлынут деньги институциональных инвесторов, которые будут активно использовать подставных частных инвесторов из числа своих работников или найдут иные пути обхода ограничений. Например, станут продавать облигации подставным частным инвесторам, а потом досрочно их откупать. Остановить этот процесс практически невозможно. Именно с такой проблемой мы столкнулись в 2003 году, когда доходность «сберзайма» оторвалась от биржевого рынка.

И последнее. Задача всех управляющих государственным долгом заключается в привлечении необходимого количества средств в государственный бюджет с минимальными издержками и по минимально возможной доходности. Если есть возможность с минимальными затратами и усилиями привлекать большое количество средств, размещая стандартные трехлетние ОФЗ на биржевых аукционах по рыночной доходности, зачем размещать то же самое с доходностью, скажем, на 0.5% годовых выше? 0.5% годовых в пересчете на три года даст уже 1.5% дополнительного дохода, выплаченного инвестору за счет госбюджета. Любой контролер, а их у нас много, умножит эти 1.5% на номинал размещенных ОФЗ-н и попросит у причастных лиц подробных объяснений на предмет нанесения ущерба государственному бюджету в размере полученной суммы. Сумма может быть очень большой и обратно пропорциональной успеху проекта.

Вывод: логичнее и полезнее для всех — способствовать увеличению количества российских частных инвесторов, непосредственно работающих на фондовом рынке и в секторе государственных облигаций с использованием современных торговых биржевых технологий. Такова передовая мировая тенденция. Это и финансовую грамотность двинет вперед семимильными шагами. Тем не менее работа над реализацией проекта началась, и я хочу пожелать успеха в этом сложном деле всем его инициаторам и участникам.

**P.S.** *В ноябре 2004 года, подписывая платежки на погашение «сберзайма Москвы № 3», я увидел, что 95% облигаций размещенного «среди населения» выпуска в 1 млрд руб. находились в собственности одного очень крупного и уважаемого иностранного банка. Он и сейчас работает на рынке гособлигаций России. Но это совсем другая история.*

КАНАЛЫ РЕАЛИЗАЦИИ «НАРОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ» ЧАСТНЫМ ИНВЕСТОРАМ ПОКА В РЕАЛЬНОСТИ ОТСУТСТВУЮТ, НЕСМОТРЯ НА НАЛИЧИЕ В ЛИЦЕ СБЕРБАНКА И ВТБ-24 АГЕНТОВ ПО РАЗМЕЩЕНИЮ ОФЗ-Н