

ЕРМАКОВА Елена Алексеевна

Доктор экономических наук, профессор кафедры финансов

Саратовский социально-экономический институт
(филиал) РЭУ им. Г. В. Плеханова
410003, РФ, г. Саратов, ул. Радищева, 89
Контактный телефон: (8452) 21-17-37
e-mail: eae13@mail.ru



СЕМЕРНИНА Юлия Вячеславовна

Доктор экономических наук, профессор кафедры финансов

Саратовский социально-экономический институт
(филиал) РЭУ им. Г. В. Плеханова
410003, РФ, г. Саратов, ул. Радищева, 89
Контактный телефон: (8452) 21-17-37
e-mail: ysemernina@yandex.ru

ЩЕРБАКОВ Александр Алексеевич

Аспирант кафедры финансов

Саратовский социально-экономический институт (филиал)
РЭУ им. Г. В. Плеханова
410003, РФ, г. Саратов, ул. Радищева, 89
Контактный телефон: (8452) 21-17-37
e-mail: chcherbakov@yandex.ru



Повышение эффективности функционирования российского рынка субфедеральных облигаций

Развитие сегмента субфедеральных облигаций на отечественном долговом рынке сдерживается инвестиционными предпочтениями эмитентов и инвесторов относительно срока до погашения размещаемых облигаций; крайне низкой ликвидностью вторичного рынка субфедеральных облигаций; малой величиной кредитного спреда к доходности государственных облигаций; наличием конкурентных по стоимости привлекаемых ресурсов альтернативных источников финансирования. Авторы делают вывод: на исследуемом сегменте российского долгового рынка необходимы меры, реализуемые на государственном уровне, – предоставление дополнительных налоговых льгот инвесторам, работающих на этом рынке; включение всех выпусков субфедеральных облигаций в Ломбардный список Банка России; создание льготных условий рефинансирования под залог субфедеральных облигаций при совершении операций с Банком России, а также меры, реализуемые на уровне участников рынка, – обеспечение приемлемого уровня ликвидности вторичного рынка субфедеральных облигаций; повышение вариативности параметров облигационных выпусков.

JEL classification: G18, G28, H74

Ключевые слова: субъект Российской Федерации; выпуск облигаций; эмитент; инвестор; субфедеральные облигации; облигационное финансирование; банковский кредит.

Развитие российского облигационного рынка является одним из приоритетных направлений Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года (утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации

№ 2043-р от 29 декабря 2008 г.). В данном документе прогнозируется стремительный рост этого рынка в среднесрочной перспективе¹.

Полагаем, что предрекаемый Стратегией рост облигационного рынка обоснован, в том числе, снижением административных барьеров и упрощением процедуры государственной регистрации выпусков ценных бумаг, так как в стране существует значительный спрос на долгосрочные финансовые ресурсы со стороны не только хозяйствующих субъектов, но и субфедеральных эмитентов. При этом масштабы государственного долга регионов ежегодно растут [8].

На отечественный рынок субфедеральных облигаций влияют следующие ключевые факторы:

- инвестиционные предпочтения эмитентов и инвесторов относительно срока до погашения размещаемых облигаций;
- крайне низкая ликвидность вторичного рынка субфедеральных облигаций;
- незначительная величина кредитного спреда к доходности государственных облигаций;
- наличие конкурентных по стоимости привлекаемых ресурсов альтернативных источников финансирования.

Различные инвестиционные предпочтения эмитентов и инвесторов относительно срока до погашения размещаемых облигаций обусловлены тем, что эмитенты субфедеральных облигаций традиционно стремились привлекать облигационное финансирование преимущественно на финансирование своих расходов инвестиционного характера [4]. Экономический эффект от таких расходов проявляется в долгосрочной перспективе, поэтому эмитенты субфедеральных облигаций при размещении облигационных выпусков заинтересованы в привлечении финансовых ресурсов на длительный период. С другой стороны, для большинства инвесторов, работающих на облигационном рынке, размещение средств на длительный период не всегда представляет интерес. Чаще всего временной горизонт их инвестирования меньше срока обращения субфедеральных облигаций (например, на российском облигационном рынке крайне мало инвесторов, которые формируют свой портфель на срок более 3–5 лет).

Крайне низкая ликвидность вторичного рынка субфедеральных облигаций объясняется спецификой этих финансовых инструментов (облигации априори намного менее ликвидны, чем, к примеру, акции), структурой инвесторов и низкой заинтересованностью эмитентов облигации в повышении ликвидности этого рынка. Кроме того, большинство выпусков субфедеральных облигаций характеризуется относительно небольшим объемом, а между объемом выпуска и уровнем ликвидности облигаций на вторичном рынке существует достаточно тесная взаимосвязь: чем больше объем выпуска, тем более ликвидным он, как правило, является.

Незначительная величина кредитного спреда к доходности государственных облигаций обусловлена тем, что облигациями с наименьшим уровнем риска, соответственно и с наименьшим уровнем доходности на национальном облигационном рынке, являются государственные облигации (в России это облигации федерального займа), т. е. доходность государственных облигаций (при прочих равных условиях) минимальна. В России субфедеральные облигации считаются облигациями с достаточно низким уровнем риска, поэтому для них величина кредитного спреда относительно невелика [9]. Сравнение доходности государственных облигаций и доходности субфедеральных облигаций сопоставимой длительности показывает, что в среднем величина кредитного спреда колеблется от 0,2 до 1,0%.

¹ Целевые показатели развития финансового рынка Российской Федерации // Российская газета. Режим доступа: http://img.rg.ru/pril/30/16/93/688_3.gif.

Воздействие на рынок субфедеральных облигаций такого фактора, как *наличие конкурентных по стоимости привлекаемых ресурсов альтернативных источников финансирования* состоит в том, что традиционно для эмитентов субфедеральных облигаций в качестве основных альтернативных источников финансирования рассматриваются банковское кредитование и предоставление бюджетных кредитов. Следует отметить, что в целом для регионов стоимость ресурсов, привлекаемых в рамках классического банковского кредитования, незначительно отличается от стоимости ресурсов, привлекаемых в рамках облигационного финансирования (для некоторых регионов банковское кредитование обходилось дешевле, чем облигационное финансирование [5]).

По сравнению с бюджетными кредитами, которые выдаются по ставке, равной 1/3 ставки рефинансирования, облигационное финансирование является значительно более дорогим вариантом привлечения капитала, поэтому для любого региона, нуждающегося в привлечении финансовых ресурсов, бюджетные кредиты предпочтительнее. При оценке долговой политики субъекта РФ наличие в структуре субфедерального долга облигационного финансирования является критерием эффективности [3].

Рассмотрев основные факторы влияния на развитие российского рынка субфедеральных облигаций, мы перешли к разработке комплекса мер, нацеленных на повышение эффективности его функционирования. Объективная необходимость разработки и практического внедрения подобных мер обусловлена заинтересованностью всех участников российского облигационного рынка в развитии сегмента субфедеральных облигаций. Для эмитентов таких бумаг он привлекателен определенностью стоимости заимствований и возможностью привлечения финансовых ресурсов на длительное время. Для инвесторов субфедеральные облигации интересны низким уровнем риска, возможностью привлечения финансирования под залог этих бумаг и наличием налоговых льгот. Профессиональных посредников привлекает возможность получения доходов за счет организации размещения выпусков данных финансовых инструментов и последующего обслуживания инвесторов, совершающих операции с ними на вторичном рынке.

На протяжении нескольких лет российский рынок субфедеральных облигаций функционирует достаточно стабильно, т. е. субъекты Российской Федерации могут использовать облигационное финансирование в качестве одного из источников привлечения финансовых ресурсов. Тем не менее по степени распространенности оно значительно уступает альтернативным источникам привлечения капитала (прежде всего банковским кредитам). Существующие на данном рынке дисбалансы сохраняются длительное время, фактически превращая его в «рынок нескольких игроков»: размещение облигаций проводит ограниченный круг эмитентов, организацией выпусков занимается небольшое количество профессиональных посредников (преимущественно коммерческих банков), а сами выпуски, как правило, размещаются преимущественно среди ограниченного числа «якорных инвесторов».

Таким образом, можно констатировать, что, с одной стороны, национальный рынок субфедеральных облигаций продолжает развиваться (постепенно увеличивается как количество эмитентов, представленных на рынке, так и совокупная номинальная стоимость бумаг, находящаяся в обращении). С другой стороны, развитие рынка носит преимущественно инерционный характер, т. е. на нем происходят преимущественно количественные, а не качественные изменения.

По нашему мнению, для повышения эффективности функционирования российского рынка субфедеральных облигаций определенные усилия должны быть предприняты не только участниками рассматриваемого рынка, но и государством, причем ряд изменений должен затронуть существующую нормативно-правовую базу. Государственные меры в этом направлении должны сформировать благоприятные условия для

развития рынка субфедеральных облигаций, а основной задачей участников рынка станет использование создаваемых государством инвестиционных возможностей.

Мы убеждены в том, что ситуация, складывающаяся на российском рынке облигаций в целом и в сегменте субфедеральных облигаций в частности, благоприятна для принятия мер, направленных на повышение его эффективности. Дело в том, что резкий рост процентных ставок в значительной степени способствовал своеобразному «слому» весьма распространенного инвестиционного стереотипа о сопоставимости банковского и облигационного финансирования. Де-факто на протяжении последних пяти–семи лет субъекты Российской Федерации считали эти источники финансирования полностью сопоставимыми, т. е. региональные финансовые власти не рассматривали определенность стоимости привлекаемых ресурсов в качестве стратегического преимущества эмиссии субфедеральных облигаций. Соответственно, при сравнении банковского кредитования и облигационного финансирования региональные финансовые власти чаще выбирали более традиционный вид финансирования в силу относительной простоты процедуры получения банковского кредита и возможности использовать не весь кредитный лимит сразу, а «выбирать» его по мере необходимости.

Произошедший в конце 2014 г. «скачок» процентных ставок наглядно продемонстрировал необходимость диверсификации источников привлечения финансирования. В частности, комбинация облигационного финансирования с банковским кредитованием смогла бы значительно снизить зависимость субъектов Российской Федерации от колебаний процентных ставок: при одновременном использовании этих источников финансирования возникает своеобразный «эффект сглаживания колебаний процентных ставок», когда их изменение отражается только на стоимости только одного источника финансирования (банковского кредитования), в то время как стоимость облигационного финансирования остается неизменной.

Проиллюстрировать этот эффект можно условным примером. Предположим, что субъект Российской Федерации использует только банковское кредитование и облигационное финансирование в равных долях, причем на начало 2014 г. стоимость первого равнялась 9,5% годовых, а второго – 9,0% годовых (средняя стоимость привлечения капитала 9,25%). Если предположить, что стоимость банковского финансирования варьирует пропорционально изменению ключевых процентных ставок, а за год процентные ставки выросли на 5,0%, то стоимость банковского кредитования вырастет до 14,5%, т. е. средняя стоимость привлечения финансовых ресурсов повысится до 11,75% (или на 2,5%). При снижении процентных ставок на аналогичную величину стоимость банковского кредитования снизилась бы до 4,5% годовых, а общая стоимость привлечения капитала до 6,75% годовых.

Приведенный пример показывает, что «эффект сглаживания колебаний процентных ставок» выражается в значительном снижении зависимости субъектов Российской Федерации от конъюнктуры финансовых рынков. В частности, если бы в условиях приведенного выше примера при росте процентных ставок на 5,0% эмитент ориентировался только на использование банковского кредитования, то для него рост стоимости привлекаемых ресурсов был бы эквивалентен росту среднего уровня процентных ставок.

Принимая во внимание сказанное выше, считаем необходимым разделить предлагаемые меры на две большие группы.

1. Меры, реализуемые на государственном уровне (или государственные меры).

Важнейшей мерой в рамках данной группы является, по нашему мнению, *предоставление дополнительных налоговых льгот инвесторам, работающим на рынке субфедеральных облигаций.*

По нашему мнению, те налоговые льготы, которые предусмотрены в действующем законодательстве, не достаточны для того, чтобы сделать субфедеральные облигации более привлекательными для инвесторов: существующие налоговые льготы

ориентированы на инвесторов резидентов, являющихся физическими лицами, доля которых на рынке крайне незначительна (иными словами, эти инвесторы не могут оказать существенного влияния на стоимость привлечения финансовых ресурсов эмитентами субфедеральных облигаций). Для инвесторов юридических лиц, являющихся резидентами Российской Федерации и доминирующих на национальном рынке субфедеральных облигаций, налоговые льготы имеют намного меньшее значение (налоговые льготы распространяются только на доходы, полученные в виде купонов по субфедеральным облигациям, причем льготной является непосредственно налоговая ставка – 15% против 20% по корпоративным бумагам).

На наш взгляд, налоговые льготы на рынке субфедеральных облигаций должны быть более значимыми. В первую очередь, они должны быть ориентированы на основных участников данного рынка. Для всех категорий инвесторов (как резидентов, так и нерезидентов) необходимо полностью освободить от налогообложения все доходы, получаемые ими при работе на рынке субфедеральных облигаций, без каких-либо дополнительных условий и ограничений. Это и доходы, получаемые в виде купонов по субфедеральным облигациям, и доходы, получаемые в виде разницы между ценой продажи и ценой покупки субфедеральных облигаций.

Безусловно, данная мера законодательного характера является весьма радикальной, однако, как нам представляется, она могла бы очень эффективно стимулировать развитие национального рынка субфедеральных облигаций. Мы полагаем, что она повысит инвестиционную привлекательность субфедеральных облигаций для всех инвесторов, работающих на данном рынке (за счет повышения доходности после налогообложения), и тем самым будет способствовать «сближению» инвестиционных целей эмитентов и инвесторов. Реализация предлагаемой меры сделает эти финансовые инструменты намного более конкурентоспособными на отечественном облигационном рынке (в частности, по сравнению с корпоративными облигациями).

Любой инвестор, принимающий решение о приобретении облигационного выпуска, выбирает из нескольких возможных альтернатив. Одним из важнейших критериев выбора является доходность после налогообложения, причем в условиях российской системы налогообложения доходов по облигациям для инвестора, при аналогичном (или, по крайней мере, сопоставимом) уровне кредитного качества и сроке до погашения, не имеет большого значения, с какими именно облигационными выпусками он будет работать (например, с субфедеральными или корпоративными облигациями). В результате в подавляющем большинстве случаев инвестор, стремясь максимизировать доходность своего инвестиционного портфеля, делает выбор в пользу того облигационного выпуска, который обладает наибольшим уровнем доходности после налогообложения [10; 11; 12].

Само сравнение облигационных выпусков по ожидаемой доходности после налогообложения осуществляется по достаточно простому алгоритму: инвестор корректирует свой потенциальный доход, который может быть получен при условии владения облигациями вплоть до погашения, на величину налогов, которые ему необходимо будет уплатить. Например, если на рынке обращаются два сопоставимых по кредитному качеству и сроку до погашения облигационных выпуска – субфедеральный и корпоративный – с доходностью к погашению 8,4% и 9,0% годовых соответственно и погашением через 1 год и инвестор юридическое лицо, являющееся резидентом Российской Федерации, сравнивает их между собой, то при действующей системе налогообложения предпочтительным для него будет выпуск корпоративных облигаций: его доходность после налогообложения составит 7,2% годовых ($9,0\% \times (1 - 0,20)$) против 7,14% у выпуска субфедеральных облигаций ($8,40\% \times (1 - 0,15)$).

Однако если освободить от налогообложения все доходы, получаемые инвесторами по субфедеральным облигациям, то в условиях данного примера предпочтительным

будет выпуск субфедеральных облигаций: его доходность составит 8,4% против 7,2% по корпоративным бумагам. Особо отметим, что в данном случае с точки зрения доходности после налогообложения эквивалентная доходность по корпоративным облигациям значительно возрастет (до 10,5%), т. е. при этой доходности для инвесторов выбор между выпуском субфедеральных облигаций с доходностью к погашению 8,4% годовых и выпуском корпоративных облигаций с доходностью к погашению 10,5% будет равнозначен (при существующей системе налогообложения доходности к погашению в размере 8,4% эквивалентна доходность корпоративных облигаций 8,925% годовых).

Думаем, что предоставление налоговых льгот инвесторам в субфедеральные облигации позволит одновременно решить две задачи: снизить стоимость привлечения заемных ресурсов для эмитентов облигаций и повысить привлекательность субфедеральных облигаций для инвесторов (в частности, по сравнению с корпоративными облигациями).

Очень важной мерой повышения эффективности функционирования рынка субфедеральных облигаций считаем *безусловное включение всех выпусков субфедеральных облигаций в Ломбардный список Банка России*. Это значительно повысит привлекательность отечественного рынка субфедеральных облигаций для коммерческих банков, которые очень часто используют бумаги, входящие в состав их инвестиционных портфелей, для привлечения краткосрочных финансовых ресурсов в рамках РЕПО-сделок [7].

Следует признать, что часть облигационных субфедеральных облигаций уже включена в Ломбардный список Банка России. По состоянию 30 июня 2014 г. формально в него включен 81 выпуск субфедеральных облигаций (при этом на Московской бирже в обращении находилось 100 выпусков таких бумаг), хотя фактически он охватывал 79 выпусков, находящихся в обращении (с момента последнего обновления Ломбардного списка Банка России 3 июня 2014 г. до момента проведения исследования 30 июня 2014 г. было погашено три облигационных выпуска). Таким образом, на момент проведения исследования Ломбардный список Банка России охватывал значительную часть, но далеко не весь отечественный рынок субфедеральных облигаций. Так, если по количеству облигационных выпусков он охватывал 79,0% обращающихся выпусков субфедеральных облигаций (79 из 100 выпусков), то по номинальной стоимости всего 63,89% рынка (531,62 из 832,12 млрд р.)¹.

Подобное расхождение до некоторой степени обусловлено тем, что в российской практике ломбардный список обновляется по инициативе Банка России, т. е. фактически отсутствует четкая система его актуализации. Например, в 2012 г. он обновлялся 11 раз, в 2013 г. – 10 раз, в первом полугодии 2014 г. – 5 раз, причем через разные промежутки времени (в частности, в первом полугодии 2014 г. его обновления осуществлялись 15 января, 29 января, 19 марта, 30 апреля и 3 июня)². В результате возникает вполне закономерный «эффект запаздывания» списка: между его обновлениями часть выпусков субфедеральных облигаций погашается, а часть размещается на первичном рынке. При этом первые продолжают числиться в списке (несмотря на их фактическое погашение), а вторые еще не включены в него (даже если для этого соблюдены все требования национального регулятора). Кроме того, в Ломбардный список Банка России не попадают те бумаги, которые находятся в состоянии размещения, т. е. их размещение начато, но по тем или иным причинам не завершено, хотя подобные облигации уже могут быть допущены к биржевым торгам.

По нашему мнению, целесообразно либерализовать включение субфедеральных облигаций в Ломбардный список Банка России. Вполне логично включать подобные

¹ Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации (Банка России). Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.

² Там же.

бумаги в Ломбардный список «по умолчанию», т. е. сразу после завершения размещения таких бумаг.

Мы предлагаем не распространять на все выпуски субфедеральных облигаций требования Указания Центрального банка Российской Федерации № 2681-У «О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России» от 10 августа 2012 г. В соответствии с этим документом «эмитенту (выпуску) ценных бумаг» должен быть «...присвоен рейтинг по международной шкале как минимум одним из рейтинговых агентств (Standard & Poor's, Fitch Ratings, Moody's Investors Service) на уровне не ниже установленного Банком России либо исполнение обязательств эмитента по указанным ценным бумагам в полном объеме или частично обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации»¹, а сам выпуск субфедеральных облигаций должен быть допущен к обращению на фондовой бирже, действующей на территории Российской Федерации, на которой Банк России выступает участником торгов. При этом в процессе принятия решения о включении выпуска субфедеральных облигаций в Ломбардный список совет директоров Банка России имеет право принимать во внимание «...другие существенные обстоятельства (объем выпуска, его ликвидность и тому подобное)»². На наш взгляд, подобные «существенные обстоятельства» также не должны оказывать влияние на включение субфедеральных облигаций в Ломбардный список Банка России.

Такой подход к формированию Ломбардного списка, во-первых, позволит минимизировать «техническую паузу», возникающую из-за нерегулярности его обновления, во-вторых, будет обеспечивать повышенный интерес инвесторов к этим бумагам уже в момент размещения (сейчас наиболее консервативные инвесторы предпочитают приобретать такие бумаги на вторичном рынке после соответствующего решения Банка России).

Мерой, которую необходимо реализовать для дальнейшего развития российского рынка субфедеральных облигаций, является также *создание льготных условий рефинансирования под залог субфедеральных облигаций при совершении операций с Банком России*. Данная мера рассчитана прежде всего на коммерческие банки, которые являются основными владельцами субфедеральных облигаций и периодически бывают заинтересованы в привлечении финансовых ресурсов напрямую у Центрального банка (в частности, через операции так называемого прямого РЕПО с Центральным банком, в рамках которых Банк России предоставляет коммерческим банкам ликвидность под залог активов, в том числе и под залог субфедеральных облигаций) [2].

Формирование льготных условий может вестись одновременно в двух направлениях.

Во-первых, Банк России может установить льготную ставку по операциям РЕПО при использовании субфедеральных облигаций в качестве обеспечения, т. е. мы считаем необходимым использование дифференцированного подхода к установлению стоимости привлекаемых финансовых ресурсов в зависимости от используемого обеспечения. В настоящее время Банк России, напротив, применяет унифицированный подход: ставка по операциям прямого РЕПО является единой. С 16 декабря 2014 г. Банк России установил следующие ставки по операциям предоставления ликвидности:

а) по операциям, проводимым на аукционной основе, ставка составляет не менее 17,0% годовых, а максимальный лимит привлечения финансовых ресурсов ограничен 500 млрд р.;

б) по операциям, проводимым на постоянной основе, при сроке привлечения финансовых ресурсов, равном одному дню, ставка составляет 18,0% годовых для всех типов операций, а при большем сроке (от 2 до 549 дней) по кредитам, обеспеченным

¹ Интернет-сайт компании «Консультант Плюс». Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

² Там же.

залогом, она равна 18,5% годовых, по кредитам под активы или поручительства – 18,75% годовых¹.

Мы полагаем, что льготные условия рефинансирования должны затрагивать прежде всего операции, проводимые Банком России на постоянной основе (операции, проводимые на аукционной основе, достаточно сильно от них зависят). В частности, целесообразно снизить ставку по сделкам РЕПО, обеспечением по которым выступают субфедеральные облигации, на 0,5% годовых, т. е. под залог таких бумаг коммерческие банки смогут привлечь более дешевое фондирование.

Во-вторых, крайне необходим пересмотр дисконтов по субфедеральным облигациям по совершении сделок РЕПО. Дело в том, что в общем случае при заключении подобных сделок ценные бумаги, в том числе субфедеральные облигации, в рамках из первой части учитываются с дисконтом (в терминологии Банка России – с «начальным дисконтом»). Величина дисконта может очень колебаться, однако чем меньше дисконт, тем более интересна такая бумага с точки зрения привлечения финансирования в рамках сделок РЕПО. Например, если коммерческий банк владеет субфедеральными облигациями на сумму 50,0 млн р. и начальный дисконт по этим бумагам равнялся 5,0%, то в рамках сделки РЕПО максимально он может привлечь 47,5 млн р. (50,0 млн р. – 5,0%), а при дисконте 20,0% – всего 40,0 млн р. (50,0 млн р. – 20,0%).

Центральный банк России устанавливает три вида дисконтов (начальный дисконт, верхний предельный дисконт и нижний предельный дисконт) «...индивидуально для каждой ценной бумаги, принимаемой в обеспечение, и для каждого диапазона срочности операций РЕПО. ... при установлении дисконтов по ценной бумаге во внимание принимается ее кредитное качество и уровень ликвидности»². Очевидно, что при подобном подходе величина начального дисконта, наиболее важного показателя для коммерческих банков, будет отличаться для разных выпусков субфедеральных облигаций. Так, на 30 июня 2014 г. величина начального дисконта по сделкам РЕПО, установленная Банком России, колебалась от 2,5 до 20,0%. Самое интересное, что величина дисконта не зависела от параметров выпуска субфедеральных облигаций (в частности, от его срока до погашения) и была одинаковой для всех выпусков одного эмитента облигаций³.

По нашему мнению, для повышения привлекательности российского рынка субфедеральных облигаций целесообразно установить единую величину начального дисконта по всем выпускам субфедеральных облигаций на уровне 2,5% (сейчас с таким дисконтом в РЕПО принимаются только московские облигации). Представляется, что введение единого начального дисконта в большей степени соответствует перераспределительному характеру всей отечественной бюджетной системы (сейчас доходы сначала концентрируются на федеральном уровне, а потом тем или иным способом перераспределяются между субъектами Российской Федерации [6]), когда способность эмитента своевременно и в полном объеме исполнять свои обязательства по облигационным выпускам зависит не только от его кредитного качества, но и от готовности федеральных властей оказывать ему финансовую поддержку. Одной из форм такой поддержки может быть увеличение объема выдаваемых бюджетных кредитов.

2. Меры, реализуемые на уровне участников рынка субфедеральных облигаций (или меры участников рынка).

Одной из важнейших мер в рамках данной группы, по нашему мнению, является *обеспечение приемлемого уровня ликвидности вторичного рынка субфедеральных*

¹ Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации (Банка России). Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.

² Там же.

³ Там же.

облигаций. В повышении ликвидности вторичного рынка должны быть заинтересованы прежде всего эмитенты субфедеральных облигаций. В частности, они могут значительно расширить базу инвесторов непосредственно при размещениях облигаций путем введения ряда ограничений.

Простейшим примером ограничений является установление максимальных лимитов на количество ценных бумаг, которые в рамках размещения может приобрести один инвестор (или группа связанных инвесторов), или на максимальную долю ценных бумаг, выраженную в процентах от объема размещаемого выпуска. Чем меньше будет такой лимит (в мировой практике используются ограничения от 2,0 до 5,0% общего объема облигационного выпуска), тем шире будет база инвесторов. Так, при лимите в размере 5,0% минимальное количество инвесторов, купивших облигации в момент их размещения, будет равно 20, а при лимите в 2,0% – 50. При этом максимальное количество инвесторов ничем не ограничено.

Полагаем, что расширение базы инвесторов при первичном размещении субфедеральных облигаций приведет к повышению ликвидности этого рынка, хотя бы за счет значительного увеличения его участников. Дело в том, что многие участники первичных размещений субфедеральных облигаций покупают их и для своих клиентов, количество которых может быть достаточно велико. Иными словами, подобное лимитирование должно препятствовать выкупу всего облигационного выпуска ограниченным количеством инвесторов, намеревающихся владеть этими бумагами вплоть до погашения.

Полагаем, что эмитенты субфедеральных облигаций в обязательном порядке должны пользоваться услугами маркетмейкеров, обеспечивающих выставление двухсторонних котировок на покупку и на продажу субфедеральных облигаций. Для минимизации затрат на поддержание ликвидности вторичного рынка эмитенты облигаций могут предъявить требование поддержания ликвидности вторичного рынка в качестве обязательного для организаторов размещения облигаций, т. е. организатор должен будет не только разместить весь выпуск среди инвесторов, но и поддерживать его ликвидность на уровне, заранее определенном эмитентом. Кроме того, эмитенты могут добиваться скидок, причем довольно серьезных, от маркетмейкеров за счет заключения договоров с ними сразу на весь срок обращения облигаций.

С практической точки зрения целесообразна разработка неких более или менее унифицированных стандартов поддержания ликвидности рынка субфедеральных облигаций, как минимум на уровне обычаев делового оборота. Сам факт появления подобных стандартов сделает российский рынок субфедеральных облигаций более прозрачным и предсказуемым для всех его участников. Совершенно не обязательно, чтобы такие стандарты отличались высоким уровнем детализации (например, представляется вполне достаточным определение нескольких базовых параметров – минимального размера заявки, величины спреда, времени поддержания двухсторонних котировок в течение торговой сессии и некоторых других).

Мерой, которая, как мы думаем, будет способствовать росту эффективности функционирования российского рынка субфедеральных облигаций, является *повышение вариативности параметров облигационных выпусков, в частности сроков до погашения облигаций.*

Эмитенты субфедеральных облигаций в наибольшей степени заинтересованы в привлечении финансовых ресурсов на максимально длительный срок, однако для обеспечения более равномерного обслуживания долга многие из них предпочитают размещать амортизируемые облигации (как правило, график погашения номинальной стоимости таких бумаг определяется предпочтениями эмитентов облигаций).

Примечательно, что выбор в пользу амортизируемых облигаций делается эмитентом даже в том случае, если объем выпуска достаточно велик и вместо одного

«большого» выпуска амортизируемых бумаг он вполне в состоянии разместить несколько «малых» выпусков неамортизируемых облигаций. С точки зрения эмитента размещения одного «большого» выпуска или нескольких «малых» выпусков не имеют принципиальных отличий по стоимости привлекаемых ресурсов, однако второй вариант предполагает большее количество оформляемых при эмиссии документов (фактически на каждый облигационный выпуск необходимо оформлять свой комплект документов). Именно по этой причине эмитенты субфедеральных облигаций предпочитают размещать долговые обязательства одним «большим» выпуском, хотя подобный подход для них не совсем удобен. Это связано с тем, что у целого ряда инвесторов (в частности, у коммерческих банков), совершающих операции с субфедеральными облигациями, инвестируемые денежные средства характеризуются определенной срочностью [1]. Например, до настоящего момента многие коммерческие банки крайне неохотно инвестируют в облигации со сроком погашения выше среднего срока, на который они привлекают денежные средства физических и юридических лиц, так как в этом случае значительно возрастает риск «разрыва ликвидности». По этой причине многие инвесторы предпочитают включать в свои инвестиционные портфели только те субфедеральные облигации, срок до погашения которых сопоставим со срочностью привлекаемых ими средств, т. е. эти показатели могут отличаться, но незначительно (возможный диапазон отклонений в каждом конкретном случае определяется инвестором). Для таких инвесторов приобретение амортизируемых субфедеральных облигаций является не самым лучшим вариантом, так как владение этими бумагами связано с возникновением дополнительных рисков [12]. С одной стороны, увеличивается риск реинвестирования (в отличие от неамортизируемых облигаций инвестор должен реинвестировать не только купонные платежи, но и часть номинальной стоимости облигаций). С другой стороны, возрастает риск, связанный с изменением процентных ставок (так, при резком росте процентных ставок рыночная цена субфедеральных облигаций снижается, и чем больше будет срок до погашения облигаций, тем существеннее будет падение цены).

Кроме того, эмитенты субфедеральных облигаций могут устанавливать различные периоды выплаты купонов (действующее законодательство на этот параметр облигационных выпусков никаких ограничений не налагает). Сейчас по большинству выпусков субфедеральных облигаций предусматривается, что купон выплачивается либо один раз в шесть месяцев, либо один раз в три месяца. Однако для некоторых инвесторов выгоднее была бы выплата купонов в другие временные интервалы (в частности, более частая выплата купонов позволяет минимизировать риск реинвестирования).

Таким образом, для повышения эффективности функционирования отечественного рынка субфедеральных облигаций необходима реализация следующих мер.

Государственные меры:

- предоставление дополнительных налоговых льгот инвесторам, работающим на рынке субфедеральных облигаций;
- безусловное включение всех выпусков субфедеральных облигаций в Ломбардный список Банка России;
- создание льготных условий рефинансирования под залог субфедеральных облигаций при совершении операций с Банком России.

Меры, реализуемые на уровне участников рынка:

- обеспечение приемлемого уровня ликвидности вторичного рынка субфедеральных облигаций;
- повышение вариативности параметров облигационных выпусков.

Источники

1. Байбеков И. Р. Критерии отбора облигаций в состав инвестиционных портфелей коммерческих банков // *Экономический анализ: теория и практика*. 2014. № 23. С. 54–68.
2. Байбеков И. Р. Некоторые аспекты формирования облигационного портфеля коммерческим банком на российском биржевом рынке ценных бумаг // *Известия Уральского государственного экономического университета*. 2015. № 1 (57). С. 31–39.
3. Ермакова Е. А. Методические подходы к оценке эффективности долговой политики субъекта РФ // *Финансы и кредит*. 2014. № 28. С. 32–40.
4. Звягинцева Н. А. Региональный рынок ценных бумаг как механизм привлечения инвестиций: оценка последствий вступления России в ВТО (на примере Иркутской области) // *Известия Уральского государственного экономического университета*. 2013. № 3–4 (47–48). С. 61–69.
5. Зеленский Ю. Б. Структура регионального госдолга: как не оказаться в тупике? // *Деньги и кредит*. 2012. № 5. С. 12–41.
6. Истомина Н. А. Институциональные (субъектные) особенности процесса формирования (планирования) регионального бюджета // *Финансы и кредит*. 2012. № 48 (528). С. 36–42.
7. Сысоева Е. Ф., Скрыпник Е. Ю. Инновационный подход к оценке потенциала розничного кредитного портфеля банка с учетом региональных особенностей // *Финансы и кредит*. 2012. № 5 (485). С. 10–17.
8. Шаш Н. Н. Государственные долговые обязательства в системе финансирования государственного долга // *Вектор науки Тольяттинского государственного университета. Сер.: Экономика и управление*. 2014. № 2 (17). С. 58–61.
9. Якунина А. В., Семернина Ю. В. Риски облигационного финансирования // *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2012. № 36. С. 2–13.
10. Delikouras S., Dittmar R., Li H. Do Dollar-Denominated Emerging Market Corporate Bonds Insure Foreign Exchange Risk? // EFA, 2013. URL: http://webuser.bus.umich.edu/rdittmar/Research_files/Papers/Delikouras_Dittmar_Li2013.pdf.
11. Nini G., Smith D. C., Sufi A. Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value // *Review of Financial Studies*. 2012. No. 25. P. 1713–1761.
12. Policy, Finance, Management for Public-Private Partnerships / ed. by A. Akintoye, M. Beck. L. ; Oxford : Royal Institute of Chartered Surveyors ; Wiley-Blackwell, 2009.