

# Корпоративные облигации для частного бизнеса: есть ли перспективы роста?



АНАЛИТИЧЕСКИЙ ЦЕНТР  
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ



## Оглавление

Резюме .....	4
По мере улучшения макроэкономических условий корпоративный и банковский секторы увеличили объемы привлечения заемных средств .....	5
Улучшение макроэкономических условий не привело частный бизнес обратно на рынок корпоративных облигаций .....	7
Основные причины неконкурентоспособности корпоративных облигаций по отношению к банковским кредитам. ....	9
Развитию 2-го и 3-го эшелона рынка корпоративных облигаций также препятствует ряд институциональных ограничений .....	19
Отсутствие альтернатив банковскому кредитованию несет серьезные риски для реального сектора экономики .....	22

## Резюме

- По мере улучшения макроэкономических условий, которое, в частности, выражается в замедлении инфляции до рекордных минимумов, оживлении инвестиционной и потребительской активности, корпоративный и банковский сектор увеличил объемы привлечения заемных средств. Однако в условиях снижения ставок по банковским кредитам частному бизнесу (за исключением крупнейших корпораций) размещать облигации сейчас невыгодно.
- Банки стали основными бенефициарами монетарных способов борьбы с инфляцией в 2015-2016 годах. Во-первых, они смогли существенно нарастить пассивы благодаря массовому притоку средств во вклады физических лиц, которых привлекали высокие процентные ставки и страховая защита депозитов. В дальнейшем по мере снижения ключевой ставки стоимость этих пассивов снижалась и к 2017 году опустилась до минимальных уровней. Во-вторых, замедление инфляции позволило банкам снизить минимальную расчетную ставку по кредиту без ущерба для рентабельности.
- В результате нефинансовым организациям банковский кредит стал доступен по ставкам на уровне 8,5-9%: большой запас ликвидности у банков позволяет им проявлять больше гибкости в переговорах с потенциальными заемщиками и активнее работать с корпоративными клиентами. В то же время на рынке корпоративных облигаций стоимость заемных средств не претерпела значительных изменений (10,5-15%), а другие неценовые конкурентные преимущества (отсутствие необходимости в залоге, более широкий круг инвесторов-кредиторов и более длительный срок) уже не являются столь очевидными.
- В этих условиях рынок корпоративных облигаций перестает быть эффективным механизмом мобилизации и перераспределения финансовых ресурсов в экономике, что несет серьезные риски для реального сектора экономики. Ввиду отсутствия альтернатив кредитам любые кризисные ситуации в банковском секторе будут оказывать мультипликативный негативный эффект на реальный сектор, который в таких ситуациях может оказаться отрезанным от финансовых ресурсов.

## По мере улучшения макроэкономических условий корпоративный и банковский секторы увеличили объемы привлечения заемных средств

*В 2017 году российская экономика смогла прервать двухлетнюю рецессию. В 2018-2020 годах прогнозируется сохранение позитивных тенденций на фоне ускорения роста потребительского и инвестиционного спроса*

В 2017 году российская экономика смогла прервать двухлетнюю рецессию, продемонстрировав рост благодаря восстановлению цен на нефть и увеличению потребительского и инвестиционного спроса. По предварительной оценке Росстата, объем ВВП России за 2017 год увеличился на 1,5% в реальном выражении. Увеличение расходов на конечное потребление домашних хозяйств составило 3,4% в годовом выражении в условиях роста реальных заработных плат. Валовое накопление основного капитала выросло на 3,6%, что связано с реализацией инфраструктурных проектов и ростом импорта оборудования на фоне укрепления рубля. Чистый экспорт, в отличие от предыдущих четырех лет, в 2017 году внес негативный вклад в темпы роста ВВП (-0,8 п.п.), что было обусловлено ускоренным ростом импорта (+17%).

На 2018-2020 годы Минэкономразвития России прогнозирует ускорение роста потребительского спроса, чему будет способствовать дальнейший рост реальных заработных плат и наращивание населением кредитного портфеля. В частности, ожидается, что рост оборота розничной торговли ускорится с 1,2% в 2017 году до 2,9% в 2018 году, а в 2019-2020 годах рост составит 2,5-2,7%. Инвестиции будут расти в среднем на 5,3% в год, в результате чего доля валового накопления в ВВП основного капитала достигнет 23,8% в 2020 году с текущих 21,8% (по итогам 2017 года).

Позитивным тенденциям в экономике также способствовала ценовая и финансовая стабильность. Инфляция замедлилась до рекордных минимумов (2,5% в годовом выражении по итогам 2017 года и 2,3% в среднем за январь-апрель 2018 года), а в банковском секторе с I квартала 2017 года сформировался структурный профицит ликвидности.

По мере улучшения макроэкономической ситуации потребности реального и финансового сектора во внешнем финансиро-

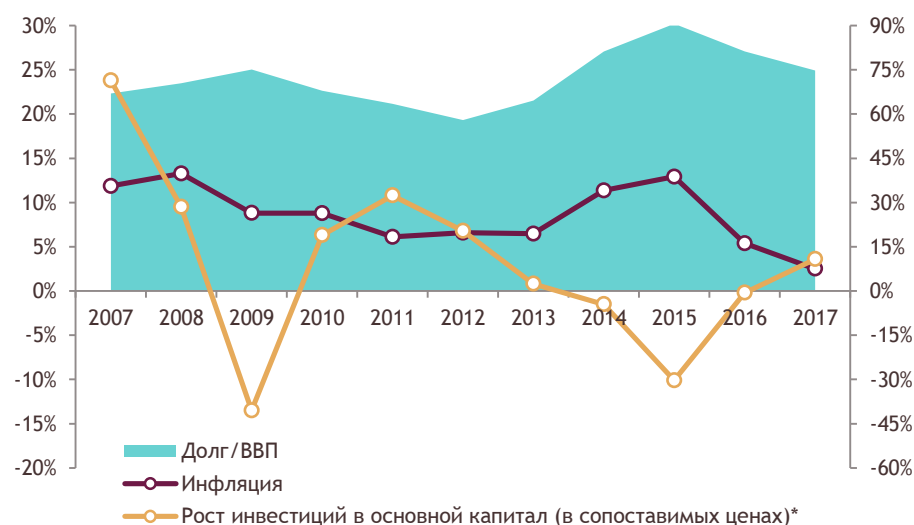
## Корпоративные облигации для частного бизнеса: есть ли перспективы роста?

вании возросли. В частности, по оценке Банка России, совокупный корпоративный кредитный портфель российского банковского сектора без учета влияния колебаний курса национальной валюты за 2017 год вырос на 1,8% до 30,2 трлн. руб., а рублевая часть портфеля — на 3,8% до 21,5 трлн. руб. На рынке корпоративных облигаций также наблюдалась положительная динамика: объем рынка по непогашенному номиналу увеличился на 16% до 11 трлн. руб.

В сфере внешних заимствований, напротив, пока сохраняются негативные тенденции, что в первую очередь обусловлено действием международных санкций, ограничивающих доступ большинства крупнейших российских компаний и банков на зарубежные рынки капитала. По данным Банка России, внешняя задолженность частного сектора с 2014 года непрерывно сокращается, уменьшившись за четыре года на 30% до 311 млрд. долл. Согласно прогнозам международного рейтингового агентства Standard & Poor's, процесс сокращения внешнего долга частного сектора завершится к 2019 году, а компании и финансовые институты, не находящиеся под санкциями, увеличат привлечение средств на международных рынках капитала.

### Динамика инфляции, инвестиций и совокупного долга корпоративного и банковского сектора в России в 2007-2017 годах

%, оценки на основе данных Росстата, Банка России, НАУФОР



\* динамика инвестиций в 2017 году — данные на основе первой оценки ВВП Росстата

## Улучшение макроэкономических условий не привело частный бизнес обратно на рынок корпоративных облигаций

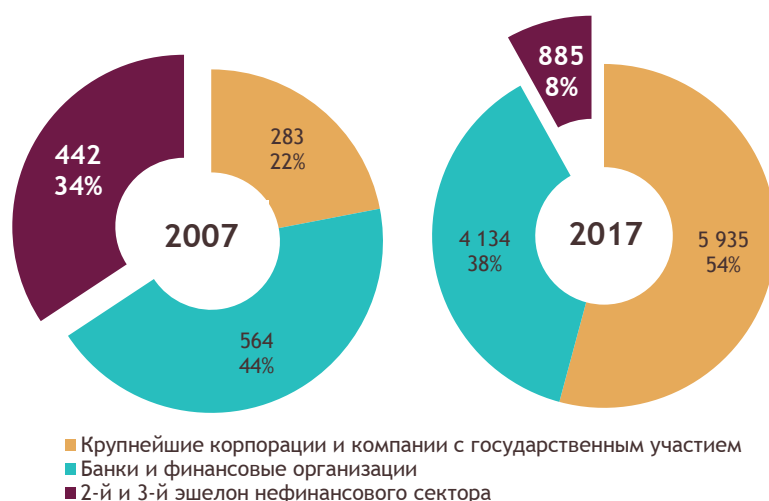
*Частный бизнес на российском рынке корпоративных облигаций представлен слабо. В основном привлекают финансирование крупнейшие госкомпании, а также банки и финансовые институты*

За период с 2007 года по 2017 год объем российского рынка корпоративных облигаций вырос более чем в 8 раз с 1,3 трлн. руб. до 11 трлн. руб. В обращении находится 1 363 эмиссии облигаций, выпущенных 405 эмитентами. Однако анализ структуры рынка в разрезе эмитентов показал, что на российском рынке корпоративных облигаций привлекают финансирование только крупнейшие компании, преимущественно с государственным участием, а также банки и финансовые институты. На эти два сегмента приходится 92% или 10,1 трлн. руб. от совокупного объема выпусков в обращении по непогашенному номиналу. Остальной объем приходится на 2-й и 3-й эшелон нефинансового сектора, который был выделен в ходе анализа по следующим критериям:

- нефинансовые организации;
- не относятся к крупнейшим российским корпорациям;
- в структуре собственности отсутствует государственное владение (в т.ч. косвенное).

### Структура совокупного объема корпоративных облигаций в обращении в разрезе эмитентов в 2007 и 2017 годах

*млрд. руб., %, оценки на основе данных CBonds*



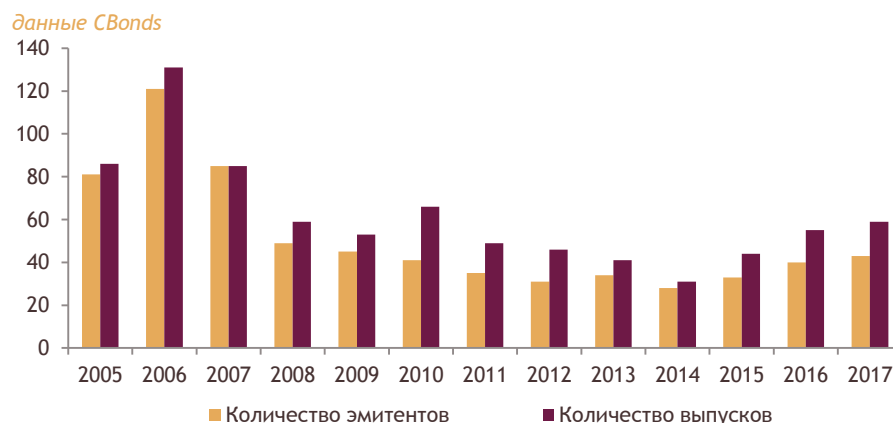
Активность 2-го и 3-го эшелона нефинансового сектора на российском рынке корпоративных облигаций в последние го-

## Корпоративные облигации для частного бизнеса: есть ли перспективы роста?

*Доля компаний 2-ого и 3-ого эшелона на рынке корпоративных облигаций снизилась за 10 лет с 34% до 8%*

ды резко снизилась, в результате чего их доля на рынке сократилась с 34% в 2007 году до 8% в 2017 году. Если в 2006 году 121 компания из 2-го и 3-го эшелона нефинансового сектора разместила 131 выпуск облигаций, то в 2017 году всего 43 компании разместило 59 выпусков. При этом объем размещений практически не изменился, составив в 2017 году 206 млрд. руб. против 194 млрд. руб. в 2006 году, несмотря на существенную накопленную инфляцию за период (167% по индексу потребительских цен) и значительное ослабление национальной валюты по отношению к доллару и другим мировым валютам. В результате 2-й и 3-й эшелон нефинансового сектора в настоящее время представлен всего 130 компаниями, совокупный объем выпусков в обращении у которых составляет 885 млрд. руб.

### Динамика размещений облигаций 2-м и 3-м эшелонам нефинансового сектора



*Рынок корпоративных облигаций перестает быть привлекательным для частного бизнеса — условия по банковским кредитам сейчас гораздо выгоднее*

Рынок корпоративных облигаций перестает быть привлекательным для частного бизнеса, несмотря на рост потребности в финансовых ресурсах по мере завершения кризиса. Частному бизнесу (за исключением крупнейших корпораций) невыгодно размещать облигации в условиях увеличения кредитных возможностей банков и снижения ставок по кредитам до минимальных уровней.

Таким образом, рынок корпоративных облигаций на данный момент не является эффективным механизмом мобилизации и перераспределения финансовых ресурсов в экономике и не может представлять альтернативы банковскому кредитованию.



## Основные причины неконкурентоспособности корпоративных облигаций по отношению к банковским кредитам

*В 2007 году преимуществом выпуска облигаций было получение большего объема заемных средств на более длительный срок по ставкам, не превышающим ставки банковского кредитования*

В передовой мировой практике облигационные займы являются привлекательной альтернативой банковскому кредитованию благодаря ряду преимуществ. Во-первых, облигационный рынок предоставляет возможность получить беззалоговое финансирование. Во-вторых, размещение облигаций позволяет привлечь более широкий круг кредиторов-инвесторов и, соответственно, потенциально обеспечить более значительный объем привлекаемых средств. В-третьих, средства, как правило, привлекаются на более длительный срок. Кроме того, стоимость заемных средств, привлекаемых с помощью эмиссии облигаций, в большинстве случаев сопоставима со стоимостью обслуживания банковских кредитов.

В 2007 году в России эмиссия облигаций действительно обеспечивала возможность привлечения большего объема заемных средств на более длительный срок по ставкам, не превышающим ставки по банковским кредитам. Однако в последние годы ситуация изменилась.

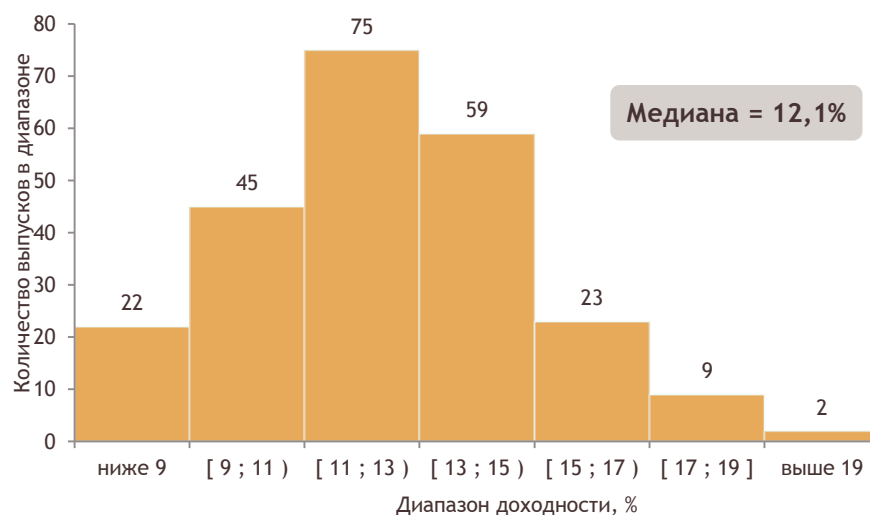
Стоимость заемного капитала в случае с облигационными займами складывается из двух компонент — доходности выпускаемых бумаг, а также комиссий и дополнительных расходов, связанных с размещением.

Для анализа доходности была сформирована выборка, в которую попало 235 выпусков 2-го и 3-го эшелона нефинансового сектора, выпущенных этими компаниями в 2005-2007 годах. По данным Bloomberg и Thomson Reuters, в среднем доходность к погашению облигаций находилась в диапазоне 11-13%. На графике ниже представлено распределение средних значений доходности к погашению каждой бумаги за 2007 год: более 51% выпусков находятся в диапазоне 9-13%, а медиана составляет 12,1%.

## Корпоративные облигации для частного бизнеса: есть ли перспективы роста?

### Распределение средней за 2007 год доходности к погашению облигаций по выборке выпусков (2-й и 3-й эшелон)

данные Bloomberg, Thomson Reuters



С учетом комиссий и дополнительных расходов, связанных с размещением облигаций, полная стоимость заемных средств в 2007 году составляла около 10,5-15%

К комиссиям и дополнительным расходам, связанным с размещением, можно отнести следующие:

- комиссии организаторов размещения (0,25-0,5%). По данным Thomson Reuters, в 2017 году средняя комиссия инвестиционных банков и компаний за организацию сделок с эмитентами долга из России составила 0,36% от суммы размещения.
- стоимость услуг рейтинговых агентств (в случае получения кредитного рейтинга). Получение кредитного рейтинга от рейтинговых агентств и его сопровождение позволяет снизить стоимость заемного капитала (особенно в случае попадания в ломбардный список Банка России);
- внутренние расходы компаний (организация встреч с потенциальными инвесторами (“roadshow”), соблюдение требований к эмитентам ценных бумаг, наем высокооплачиваемых специалистов и т.п.).

Таким образом, совокупные затраты эмитента на размещение обычно составляют около 1,5-2%, в результате чего полная стоимость заемных средств в 2007 году находилась в диапазоне 10,5-15%. Даже с учетом комиссий за организацию размещения облигаций и “road show” такая стоимость корпора-

тивных облигаций была привлекательной уже для сравнительно небольших по объемам выпусков, в т.ч. для компаний 2-го и 3-го эшелона.

Стоимость привлеченных средств со стороны банков в 2007 году могла быть существенно выше, а кредитные возможности банков не позволяли предоставлять большие объемы средств на длительный срок.

Согласно данным Банка России, процентные ставки по кредитам нефинансовым организациям в 2007 году в среднем составляли от 9,2% до 11,1%. Данная картина может быть несколько искаженной, учитывая, что большую часть в общем объеме кредитов могли составлять несколько крупных займов российским корпорациям по низким процентным ставкам. По данным лаборатории конъюнктурных опросов Института Гайдара, в среднем минимальная ставка по рублевым кредитам составляла 13,5%.

Более того, эти оценки касались только чистой процентной ставки по кредиту. В то же время нефинансовые организации несли дополнительные расходы в виде:

- сборов (комиссий) за рассмотрение заявки по кредиту (оформление кредитного договора);
- комиссий за выдачу кредита;
- комиссий за открытие и ведение счетов заемщика (если их открытие и ведение обусловлено заключением кредитного договора);
- комиссий за расчетное и операционное обслуживание и т.д.

В 2007 году надзор Банка России в части расчета и информирования заемщика о полной стоимости кредита был существенно слабее, что позволяло банкам получать дополнительную прибыль в виде комиссий и сборов, уплачиваемых заемщиками при обслуживании полученного кредита. Учитывая указанные дополнительные расходы, полная стоимость банковских кредитов для нефинансовых организаций 2-го и 3-го эшелона могла превышать 12-14%.

*Полная стоимость корпоративных кредитов в 2007 году превышала 12-14%*

## Корпоративные облигации для частного бизнеса: есть ли перспективы роста?

Кроме того, стоимость заемных средств зависела от параметров денежно-кредитной политики регулятора, стоимости фондирования, инфляции и наличия свободной ликвидности.

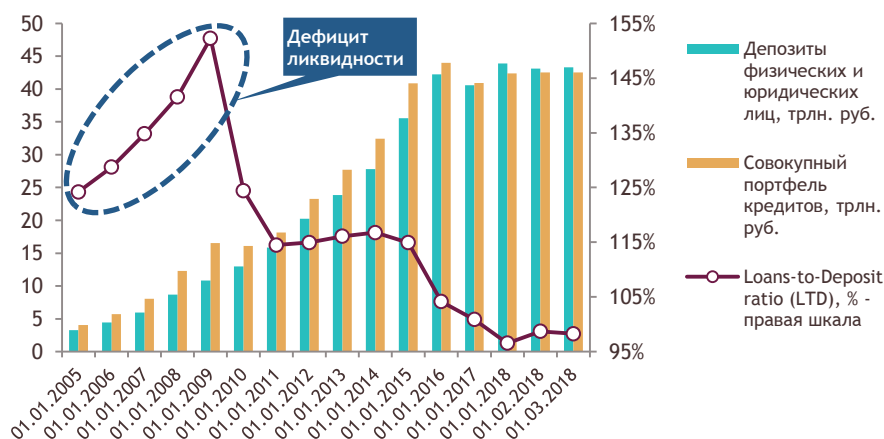
Одной из важнейших характеристик кредитных возможностей банка является показатель отношения кредитов к депозитам (loan-to-deposit ratio). Чем выше его значение (особенно в случае превышения 100%), тем большие риски на себя принимает банк. Отсутствие запаса ликвидности для покрытия внезапных всплесков оттока ликвидности резко снижает устойчивость банка. Оптимальным значением показателя для развитых рынков принято считать 75-80%, в то время как в российской практике приемлемым уровнем считается 90-110%.

В 2005-2007 годах отношение кредитов к депозитам российского банковского сектора находилось в диапазоне 129-142%. Соответственно, чтобы его снизить, банк должен был сократить объемы кредитных операций (в том числе путем повышения процентных ставок по кредитам) и удерживать высокий уровень ставок по депозитам (в среднем 8-8,4%), чтобы привлекать больше пассивов.

*Отсутствие запаса ликвидности в 2005-2007 годах не позволяло банкам активно работать с корпоративными клиентами и предоставлять им большие лимиты по кредитам по низким процентным став-*

### Динамика кредитного портфеля и объема привлеченных средств банковского сектора и коэффициент Loans-to-Deposits

оценки на основе данных Банка России



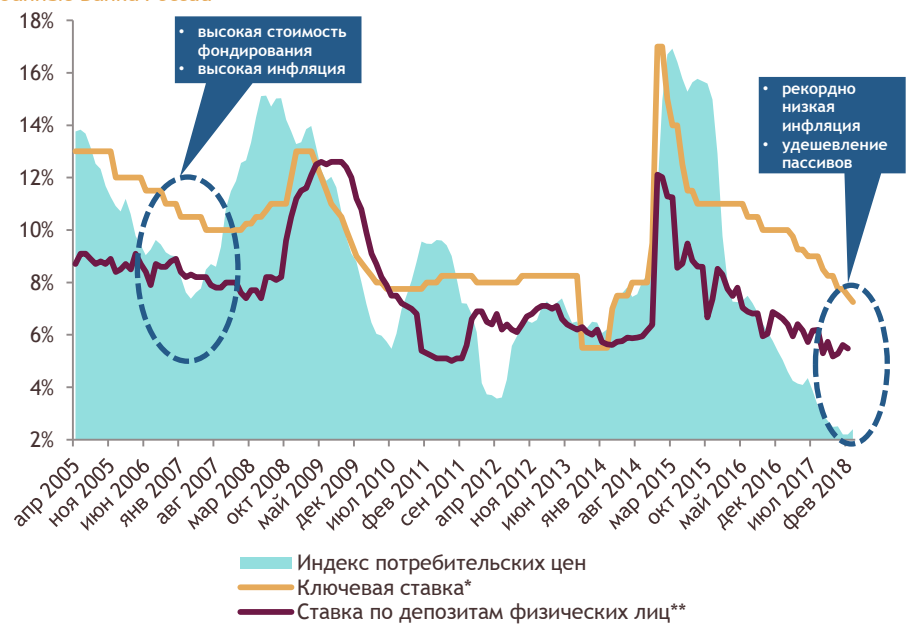
Согласно данным Банка России, учетная ставка в 2007 году составляла 10-10,5%, инфляция находилась в диапазоне 7,4-11,9% в годовом выражении, а средства во вклады физических лиц, выступающих одним из основных источников фондиро-

## Корпоративные облигации для частного бизнеса: есть ли перспективы роста?

вания для банков, привлекались по ставкам 8-8,4%. Учитывая, что в стоимости кредита также должны были учитываться макроэкономические риски, риски снижения кредитоспособности заемщика, административно-хозяйственные расходы и другие компоненты, процентная ставка по кредитам для нефинансовых организаций 2-го и 3-го эшелона могла превышать 12-14%. Это также подтверждает анализ отдельных сделок по предоставлению кредитов во 2-м и 3-м эшелоне нефинансового сектора в 2007 году, результаты которого представлены во врезке 1.

### Динамика учетной ставки, процентных ставок по депозитам для населения и инфляции

данные Банка России



\* до сентября 2013 года — ставка рефинансирования, с сентября 2013 года — ключевая ставка  
\*\* по топ-30 банкам, до 01.01.2011 — по депозитам физических лиц без депозитов «до востребования», с 01.01.2011 — по депозитам физических лиц сроком до 1 года без депозитов «до востребования»

## Корпоративные облигации для частного бизнеса: есть ли перспективы роста?

### Врезка 1. Анализ примеров из практики (case study). Крупные сделки по предоставлению кредитов во 2-м и 3-м эшелоне нефинансового сектора в 2007 году.

Для оценки процентных ставок по банковским кредитам был проведен анализ финансовой отчетности по МСФО нескольких российских компаний. В качестве примера были рассмотрены компании Черкизово и X5 Retail Group:

- X5 Retail Group — один из крупнейших игроков на рынке розничной торговли России. Управляет магазинами нескольких торговых сетей: магазинами «у дома» под брендом «Пятерочка», супермаркетами «Перекресток», гипермаркетами «Карусель» и магазинами «шаговой доступности» под брендом «Перекресток Экспресс». Выручка в 2007 году составляла 5,3 млрд. долл.
- Группа Черкизово — одна из крупнейших в мясной отрасли России вертикально интегрированных агропромышленных компаний, является крупным производителем и переработчиком мяса птицы, свинины и комбикормов. Выручка в 2007 году составляла 841 млн. долл.

#### Кредитный портфель Черкизово (2007 г.)

данные из отчетности компании по МСФО за 2007 год

Кредитор	Процентная ставка	Обеспечение
Газпромбанк	12%	Залоговое, векселя
Газпромбанк	12-14,2%	Гарантийное, от других компаний группы
Липецккомбанк (БГ Зенит)	14%	Гарантийное, от других компаний группы
Сбербанк	9,5-12,5%	Гарантийное, от связанных лиц
Банк Зенит	11,5-12,5%	Залоговое, векселя

#### Кредитный портфель X5 Retail Group (2007 г.)

данные из отчетности компании по МСФО за 2007 год

Кредитор	Валюта кредита	Процентная ставка
Сбербанк	руб.	11%
БИН Банк	руб.	16%
Сбербанк	руб.	12%
Сбербанк	руб.	12,2%
Липецккомбанк (БГ Зенит)	руб.	13%
Петрокоммерц	руб.	11%
Сбербанк	долл.	11,5%
Amsterdam Trade Bank	долл.	Libor + 6%

Стоимость банковских кредитов по рассматриваемым компаниям в 2007 году составляла около 12%. Учитывая масштаб и финансовые показатели компаний Черкизово и X5 Retail Group в 2007 году, их можно отнести к заемщикам с достаточно высокой кредитоспособностью. Стоимость банковских кредитов для них может служить индикативной нижней границей процентных ставок по кредитам для 2-го и 3-го эшелона нефинансового сектора.

*Банки стали основными бенефициарами монетарных способов борьбы с инфляцией в 2015-2016 годах, что позволило им существенно нарастить пассивы*

К началу 2017 года банки смогли существенно нарастить базу пассивов, став основными бенефициарами монетарных способов борьбы с инфляцией в 2015-2016 годах. Резкое повышение Банком России ключевой ставки в конце 2014 года в целях стабилизации ситуации на локальном валютном рынке после сильнейшего обвала нефтяных цен способствовало масштабному притоку средств физических лиц в банковский сектор. Население привлекали высокие процентные ставки по депозитам, а также наличие (в отличие от фондового рынка) механизма государственной гарантии защиты средств на счетах. Более того, в декабре 2014 года максимальная сумма компенсации в рамках системы страхования вкладов была увеличена в 2 раза до 1,4 млн. руб. В результате объем вкладов населения за 2015 год вырос на 25,2% до 22,8 трлн. руб.

Ужесточение параметров денежно-кредитной политики Банка России позволило стабилизировать ситуацию на валютном рынке, а также добиться замедления инфляции, которая после пиковых значений в марте 2015 года (16,9% в годовом выражении) перешла к снижению. Вслед за этим регулятор начал постепенно смягчать денежно-кредитную политику: с февраля по август 2015 года ключевая ставка была снижена на 6 п.п. до 11%.

*К 2017 году в банковском секторе сформировался структурный профицит ликвидности и завершился процесс активного замещения дорогих пассивов более дешевыми*

Для закрепления дезинфляционных тенденций регулятор удерживал ставку на этом уровне в течение десяти месяцев вплоть до июня 2016 года. Все это время банки сохраняли консервативный подход к кредитованию, а объем вкладов физических лиц увеличивался. В результате в банковском секторе уже в I квартале 2017 года сформировался структурный профицит ликвидности и процентные ставки по депозитам, для которых ранее главным ориентиром была ключевая ставка, начали активно снижаться. Уже в декабре 2015 года средневзвешенная процентная ставка по депозитам физических лиц сроком до 1 года составляла 8,43% (при ключевой ставке в 11%), а к июню 2016 года она опустилась ниже 7%. Интенсивное замещение вкладов, привлеченных в начале 2015 года по очень высоким ставкам, пассивами с более низкой стоимостью стало основным драйвером роста рентабельности банков в

*Одновременно инфляция замедлилась до рекордных минимумов, что позволило банкам снизить процентные ставки по кредитам без ущерба для рентабельности*

*Кредитные возможности банков к 2017 году заметно возросли по сравнению с 2007 годом, что позволяет им кредитовать клиентов на более крупные суммы по ставкам от 8,5-9%*

2016 году и I полугодии 2017 года. Большинство депозитов, привлекавшихся по высоким ставкам в начале 2015 года, к этому времени уже были погашены.

Одновременно инфляция замедлилась до рекордных минимумов, составив по итогам 2017 года 2,5% в годовом выражении и оставаясь вблизи этих уровней в начале 2018 года (в среднем 2,3% в январе-апреле). Это позволило Банку России продолжить смягчение параметров денежно-кредитной политики, опустив ключевую ставку до 7,25% к марту 2018 года, что способствовало дальнейшему удешевлению фондирования. В частности, средневзвешенная процентная ставка по депозитам физических лиц со сроком привлечения до 12 месяцев в феврале 2018 года составила 5,42%, а в декабре 2017 года опускалась до 5,27%. В результате корпоративное кредитование на текущий момент остается рентабельным по процентным ставкам от 8,5-9%, а расширение базы пассивов позволяет выдавать крупные займы на длительные сроки. Помимо этого, резкое замедление инфляции в 2017-2018 годах позволило российским банкам снизить показатель минимальной расчетной ставки по кредитам до беспрецедентно низких уровней за счет снижения номинальной величины нормы рентабельности, сохранив ее реальный уровень на прежнем уровне.

Таким образом, сейчас банки без существенного увеличения рисков для собственной финансовой устойчивости имеют возможность проявлять гибкость в переговорах с потенциальными заемщиками, а также активнее работать с крупными и средними корпоративными клиентами, которым зачастую необходимы высокие кредитные лимиты.

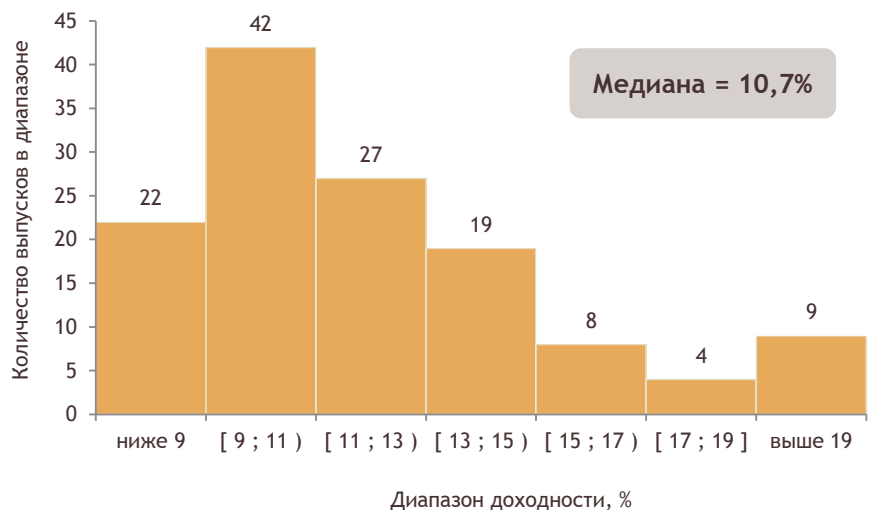
В то же время на рынке корпоративных облигаций столь же значительного снижения стоимости заемных средств не произошло. Для анализа доходности к погашению корпоративных облигаций была сформирована выборка, в которую попал 131 выпуск компаний 2-го и 3-го эшелона нефинансового сектора, находящихся в обращении на данный момент. На графике ниже представлено распределение средних значений доходности



к погашению каждой бумаги за 2017 год: более 51% выпусков находятся в диапазоне 9-13%, а медиана составила 10,7%.

**Распределение средней за 2017 год доходности к погашению облигаций по выборке выпусков (2-й и 3-й эшелон)**

данные Bloomberg, Thomson Reuters



На рынке корпоративных облигаций стоимость заемных средств по сравнению с 2007 годом осталась практически на прежнем уровне (10,5-15%)

Таким образом, учитывая затраты эмитента на размещение в размере 1,5-2%, полная стоимость заемных средств в 2017 году составляла те же 10,5-15%. К тому же фондовый рынок быстрее реагирует на геополитические факторы. Недавнее ужесточение санкционного давления со стороны США, а также рост геополитической напряженности в связи с ситуацией в Сирии существенно снизили аппетиты инвесторов к риску, что негативно отразилось на показателях доходности государственных и корпоративных облигаций, увеличивая стоимость заемных средств для потенциальных эмитентов. При этом рост доходности может носить устойчивый характер. В результате для большинства частных компаний 2-го и 3-го эшелона облигационный рынок потерял привлекательность ввиду отсутствия конкурентных преимуществ по сравнению с банковским кредитованием.

Сравнительный анализ стоимости заемного капитала в банковском секторе и на рынке корпоративных облигаций показывает, что падение доли 2-го и 3-го эшелона нефинансового сектора на рынке корпоративных облигаций, вероятно, продолжится. Драйверами роста рынка облигаций будут оставаться

## Корпоративные облигации для частного бизнеса: есть ли перспективы роста?

крупнейшие компании, в первую очередь с государственным участием, а также их дочерние структуры, где косвенное владение государства выступает дополнительной гарантией высокого кредитного качества. В этих условиях перспективы развития российского рынка корпоративных облигаций как инструмента привлечения частным бизнесом заемных средств, альтернативного банковскому кредитованию, выглядят как минимум неопределенными.

**Результаты сравнительного анализа стоимости заемного капитала в банковском секторе и на рынке корпоративных облигаций (для частных компаний 2-го и 3-го эшелона)**

	2005-2007	2017-2018
Банковское кредитование	от 13%	от 8,5%
Корпоративные облигации*	Медиана - 12,1% <i>Более 51% выпусков находятся в диапазоне 9-13%</i>	Медиана - 10,7% <i>Более 53% выпусков находятся в диапазоне 9-13%</i>

\* без учета комиссий и дополнительных расходов, связанных с эмиссией ценных бумаг

## Развитию 2-го и 3-го эшелона рынка корпоративных облигаций также препятствует ряд институциональных ограничений

Система институциональных инвесторов является одной из инфраструктурных основ развития фондового рынка, призванных выполнять функции финансового посредничества по трансформации сбережений в инвестиции. В России возможности инвестирования у институциональных инвесторов достаточно ограничены, что препятствует развитию 2-го и 3-го эшелона рынка корпоративных облигаций.

Среди институциональных инвесторов существенный объем финансовых ресурсов находится под управлением негосударственных пенсионных фондов (НПФ). По данным Банка России, по состоянию на конец 2017 года на рынке действовали 66 НПФ, а их инвестиционный портфель составлял 3,8 трлн. руб.

Основные правила размещения средств пенсионных резервов НПФ и контроля за их размещением установлены постановлением Правительства Российской Федерации от 01.02.2007 № 63. Банком России установлены дополнительные ограничения на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственных пенсионных фондов (положение от 01.03.2017 № 580-П). В частности, в отношении инвестиций в облигации список разрешенных ценных бумаг ограничен следующими:

- государственные ценные бумаги Российской Федерации;
- облигации (в том числе облигации с ипотечным покрытием), за исключением облигаций Российской Федерации, соответствующие одному из следующих критериев:
  - облигации включены в котировальный список первого (высшего) уровня хотя бы одной из российских бирж (действовало до 31.12.2017);
  - выпуск субординированных облигаций кредитных организаций с рейтингом не ниже «ruA-» по

*Возможности НПФ для инвестирования в корпоративные облигации 2-го и 3-го эшелона достаточно ограничены*

## Корпоративные облигации для частного бизнеса: есть ли перспективы роста?

- выпуск облигаций (за исключением субординированных облигаций кредитных организаций) с рейтингом не ниже «ruBB+» по шкале Эксперт РА либо «BB+(RU)» по шкале АКРА;

Другими крупными институциональными инвесторами являются коммерческие банки, объем вложений которых в ценные бумаги, по данным Банка России, по состоянию на 1 апреля 2018 года составляет 10,4 трлн. руб.

Для банков интерес в первую очередь представляют ценные бумаги, входящие в ломбардный список Банка России. Эти бумаги принимаются регулятором в качестве залога при предоставлении финансирования кредитным организациям. По состоянию на май 2018 года ломбардный список Банка России включает 867 выпусков облигаций, из которых 367 приходится на корпоративный сектор.

### Структура ломбардного списка Банка России по эмитентам (количество выпусков облигаций на категорию эмитентов)

данные Банка России, CBonds

Для коммерческих банков интерес в основном представляют корпоративные облигации, входящие в ломбардный список Банка России, где 2-й и 3-й эшелон представлен слабо

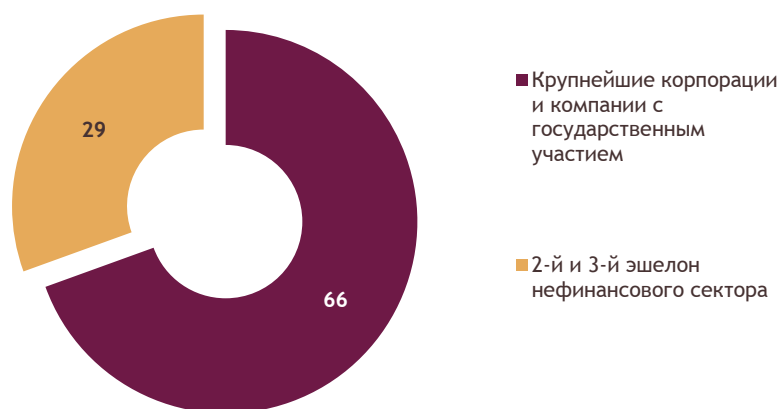


Эмитентами этих 367 выпусков являются 95 компаний, из которых 66 — крупнейшие российские компании, преимущественно с прямым или косвенным государственным участием. Таким образом, в ломбардном списке Банка России представ-

лено только 29 компаний из реального сектора экономики, которых можно отнести ко 2-му и 3-му эшелону и на которые потенциально может предъявляться спрос со стороны коммерческих банков.

### Эмитенты корпоративных облигаций, входящих в ломбардный список Банка России

данные Банка России



Таким образом, ограниченный фрагментарный спрос на облигации 2-го и 3-го эшелона рынка также является одним из факторов, ограничивающих развитие российского рынка корпоративных облигаций.

## Отсутствие альтернатив банковскому кредитованию несет серьезные риски для реального сектора экономики

Фактическое отсутствие у частного бизнеса альтернативных банковскому кредитованию источников заемного капитала формирует серьезные риски для российской экономики.

**Отсутствие источников финансирования в случае кризисных ситуаций в банковском секторе.** Ввиду отсутствия альтернативных способов привлечения финансовых ресурсов любые кризисные ситуации в банковском секторе оказывают мультипликативный негативный эффект на реальный сектор, который в таких ситуациях рискует оказаться отрезанным от финансовых ресурсов.

**Недостаточность долгосрочных источников финансирования.** В банках финансирование долгосрочных проектов считается высокорискованным сегментом, поэтому они предпочитают выдавать займы в виде кредитных линий или на срок не более 5 лет. В этом случае возникает необходимость рефинансирования кредита на этапе реализации проекта, а в кризисной ситуации риски дефолта по кредиту резко возрастают.

**Ограниченные возможности привлечения больших объемов финансирования на этапах активного расширения.** На стадии активного (агрессивного) расширения (в т.ч. с помощью сделок M&A) бизнесу требуются значительные объемы финансовых ресурсов на длительные сроки, в первую очередь для реализации инвестиционных проектов, проведения сделок слияния и поглощения. Несмотря на существенное расширение базы пассивов, банки могут быть ограничены по лимитам и срокам в кредитовании таких заемщиков.

**Ограниченные возможности привлечения финансовых ресурсов на неизменных условиях на длительный срок.** Заемное финансирование на срок более 1 года банки склонны предоставлять скорее в виде кредитных линий, предусматривающих возможность пересмотра основных параметров кредита (процентная ставка, срок, обеспечение). Облигационный заем, в свою очередь, не предполагает изменения условий, и все ограничения заранее установлены в проспекте эмиссии.

Обзор подготовлен авторским коллективом  
Департамента экспертно-аналитических работ  
под руководством Даниила Наметкина

Наталья Сафина

Бахтияр Джафаров

Начальник Департамента  
экспертно-аналитических работ

Диана Каплинская

Выпускающий редактор, заместитель  
руководителя Аналитического центра

Глеб Покатович

ac.gov.ru