ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ
В СЕГМЕНТЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

ЕЛЕНА БЕРЗИНЬ,
доцент БГЭУ, кандидат экономических наук

Особенностью национальной финансовой системы является преобладание банковского кредитования как метода привлечения средств компаниями. В большинстве же стран с развитым фондовым рынком для этой цели используются преимущественно акции и облигации. Имеется ли в Беларуси потенциал для изменения ситуации и как его реализовать?

ЦИФРОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

Капитализация рынка корпоративных облигаций (КО) по отношению к ВВП (без учета банковских ценных бумаг) на протяжении последних четырех лет находилась **в пределах 7–8%**. Если сравнить значение этого показателя с уровнем кредитной задолженности юрлиц, то становится очевидным, что хозяйствующие субъекты при выборе способа долгового финансирования отдают предпочтение банковским продуктам.

Диспропорции постепенно сокращаются. Рынок ценных бумаг в целом демонстрирует положительную динамику. За 2020–2023 годы по всем видам инструментов рост его капитализации составил 125,8%. При этом самые высокие темпы прогресса оказались как раз в сегменте КО, не являющихся банками, – 138,9%. Для сравнения: задолженность предприятий государственного и частного сектора по кредитам банков увеличилась за аналогичный период на 122,3%.

Корпоративные бонды на сегодня сохраняют свою привлекательность не только для выпускающей стороны как способ финансирования различных мероприятий, но и для их покупателей в виде инструмента инвестирования, особенно в условиях малого числа альтернатив.

Отметим, что **доходность** по новым выпускам у юрлиц в 2023 году и первой половине 2024 года находилась в широком диапазоне. Ее **минимальное значение** в некоторых случаях ограничивалось **4%**, а **максимальный уровень** достигал в прошлом году **22%** (в 2024 году по состоянию на 01.09. – 24%).

С учетом того, что в отношении доходов по облигациям действуют налоговые льготы, они успешно конкурируют на кредитно-депозитном рынке. Однако, по оценке экспертов, имеющиеся результаты могли быть и лучше.

ТАБЛИЦА 1. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ КАПИТАЛИЗАЦИИ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ (КЦБ) И ОБЪЕМОВ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО И ЧАСТНОГО СЕКТОРОВ ЭКОНОМИКИ

Показатель	На 01.01.2021	На 01.01.2022	На 01.01.2023	На 01.01.2024	Изменение за период (4 года), %
Всего, КЦБ, млрд BYN	57,16	62,17	68,83	71,93	125,80
в том числе: акции	38,45	41,67	45,64	48,19	125,30
облигации банков	8,40	8,99	8,81	9,42	121,40
облигации предприятий	10,31	11,51	14,38	14,32	138,90
ВВП в текущих ценах (за год), млрд BYN	147,00 (2020)	173,20 (2021)	191,40 (2022)	216,10 (2023)	147,00
Уровень капитализации сегмента КЦБ, %	38,90	35,90	36,00	33,30	–
в том числе без учета банков, %	7,01	6,55	7,51	6,63	–
Задолженность предприятий государственного и частного сектора экономики по кредитам банков, млрд BYN	40,40	41,60	42,80	49,40	122,30
по отношению к ВВП, %	27,48	24,02	22,36	22,86	–

Источник: показатели рассчитаны на основании данных отчетов Минфина, Нацбанка, Белстата.

СУЩЕСТВУЮЩИЕ РИСКИ

В последние несколько лет белорусская экономика столкнулась с рядом вызовов, обусловленных беспрецедентным санкционным давлением недружественных стран, оказавшим негативное влияние и на участников долгового рынка. У многих предприятий возникли сложности с производством и сбытом продукции по причине введенных ограничений по экспорту и импорту ключевых товаров. Одним из первых под соответствующие решения попал банковский сектор: крупнейшие кредитные учреждения были отключены от системы SWIFT, что значительно затруднило проведение расчетов и платежей представителей белорусского бизнеса с зарубежными контрагентами. Кроме того, фактически под запретом для отечественных компаний оказалось международное финансирование.

Все эти угрозы потребовали быстрой перестройки логистических цепочек и транзакционных схем, построения новых деловых взаимосвязей. Несмотря на все трудности и вопреки пессимистическим прогнозам, экономика смогла выстоять и показать прогресс выше ожидаемого.

Однако перечисленные негативные факторы не могли не сказаться на финансово-экономических итогах деятельности организаций. Как следствие, **повысилась вероятность невыполнения обязательств**. Так, число соответствующих случаев по облигациям юрлиц в 2021 и 2022 годах составляло по 12. В прошлом году индикатор снизился до 9. Однако, если соотнести эти значения с совокупным количеством эмитентов корпоратов, доля дефолтов конкретно у них остается достаточно высокой (5,6%).

Положение усугубляется отсутствием обеспечения по большинству облигационных займов. Удельный вес таких бондов в общем объеме находящихся в обращении неуклонно растет и на 01.01.2024 достиг 92,3%. Здесь следует отметить, что расчет включает ценные бумаги всех категорий эмитентов, в том числе местных органов власти и банков.

Действующее сегодня законодательство допускает эмиссию необеспеченных облигаций юридических лиц при соблюдении минимальных условий. Так, предприятия вправе их предложить, если у них нет убытков, а также соблюдены отдельные критерии по объему выпуска и иным обязательствам. С одной стороны, это облегчает жизнь компаниям, с другой – учитывая существующие внешние обстоятельства, возможно, стоит задуматься о некотором закручивании гаек.

При анализе тематики нужно рассматривать и взаимосвязь привлекательности бондов для потенциального покупателя с инфляцией. При возрастании вероятности обесценивания денег интерес со стороны инвесторов снижается. Соответственно, корпораты вынуждены предлагать более высокие ставки доходности, увеличивая свою финансовую нагрузку.

Отметим, что в 2023–2024 годы динамика повышения потребительских цен в Беларуси замедлилась с 17–18% (наблюдавшихся в течение 2022 года) до 5,8%. Снижение ИПЦ с одновременным увеличением реальных располагаемых денежных доходов населения на 106,4% (в 2023 году в сравнении с предшествующим годом) создает **благоприятные условия для притока капитала в анализируемый сегмент**.

Что будет дальше? Ввиду того что долговой рынок очень чувствительно реагирует на замедление темпов ВВП, сокращение доходов населения и усиление инфляции, возникновение этих процессов способно негативно повлиять на активность участников.

Пока здесь отсутствуют поводы для беспокойства. По экономическим прогнозам на 2025 год, темп роста ВВП должен сложится в размере 104,1%, а реальных денежных доходов населения запланирован на уровне 4%. Также Правительство нацелено на увеличение инвестиций (107,8%) и контроль за инфляцией (в пределах не более 5%).

Данные планы находятся в соответствии с индикаторами, за-

ТАБЛИЦА 2. БАНКОВСКИЕ СТАВКИ ПО НОВЫМ КРЕДИТАМ И ДЕПОЗИТАМ В 2023–2024 гг., %

Показатель	2022	2023	2024 (июль)	Изменение за весь период, п.п.
Средние ставки по новым кредитам	14,06	8,66	10,17	-3,89
юридические лица	10,83	8,47	10,19	-0,64
физические лица	12,54	10,25	10,03	-2,51
Средние ставки по новым срочным депозитам	8,41	9,22	9,37	0,96
юридические лица	6,98	5,34	8,04	1,06
физические лица	14,00	12,52	10,82	-3,18

Источник: данные Белстата.

ложенными в программу социально-экономического развития на 2021–2025 годы. Макроэкономическая стабильность и достижение прогнозных показателей позитивно скажутся на состоянии дел в рассматриваемой сфере, поспособствуют снижению вероятности дефолтов и активизации спроса на долг компаний.

Тем не менее на текущем этапе было бы **целесообразно рассмотреть вопрос ужесточения критериев для корпоратов**, планирующих выпускать необеспеченные облигации. Вероятно, даже предстоит задуматься о временном возвращении к прежней системе, предусматривающей обязательное обеспечение. Такой шаг позволит укрепить доверие инвесторов.

Эффективным окажется и коррекция восприятия инвесторами индексируемых облигаций (ИО) или с привязкой их доходности к выбранным бенчмаркам. Соответствующий инструмент должен был компенсировать уход с рынка (вследствие законодательных изменений) валютных бондов. Решить задачу удалось лишь частично.

Индексируемые облигации – это не новый для Беларуси продукт, он уже давно и активно освоен организациями. Однако при вложении в рублевые ИО с привязкой, например, к ставке рефинансирования отсутствует гарантия того, что инвестор получит доходность, сопоставимую с ценными бумагами, номинированными в иностранной валюте.

Кроме того, одной из реалий текущего дня остается то, что ИО в условиях недостаточной финансовой грамотности населения пока сложно заместить валютные аналоги. Их суть понятна далеко не каждому. На данный вызов нужно найти ответ.

Здесь не стоит удивляться популярности тех же цифровых токенов, на которые аналогичные ограничения не действуют. В результате они перетягивают на себя часть желающих приобрести традиционные ценные бумаги.

ПОИСК ИДЕЙ

С высокой степенью вероятности способствует активизации направления **выпуск государственных облигаций** (ГО). Целесообразно практиковать их эмиссию, номинированную **в BYN** и защищенную от инфляции, на регулярной основе. Напомним, что соответствующие подходы предусмотрены ГП «Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка» на период до 2025 года.

Следует отметить, что подобный тип бондов широко распространен в мире, среди прочего широко известны ГО казначейства США – TIPS (Treasury Inflation Protected Securities). По структуре они являются десятилетними облигациями с переменной купонной ставкой и индексируемым номиналом, которые привязаны к инфляции. Они (и их аналоги в других государствах) универсальное средство защиты накоплений для консервативных инвесторов.

Наличие подобных надежных инструментов сохранения сбережений в BYN способствует популяризации не только государственного, но и корпоративного долга. Они начнут играть роль своего рода ориентира при формировании процентных ставок. Сегодня его сильно не хватает.

Еще одной из наиболее острых проблем для субъектов хозяйствования остается размещение КО за рубежом. В результате введения санкций европейский долговой рынок для них оказался фактически закрыт. Вместе с тем значительный потенциал имеется у бирж из РФ и других дружественных стран. То есть нашим предприятиям на самом деле есть где работать.

Однако одним из субъективных факторов, препятствующих реализации облигаций за рубежом, может стать **отсутствие** у предприятий **кредитных рейтингов**. Их получение является одним из условий листинга на большинстве иностранных бирж, в том числе российских. Если рассматривать перспективы размещения в РФ, имеет практический смысл налаживание сотруд-

ТАБЛИЦА 3. ПОКАЗАТЕЛИ, ХАРАКТЕРИЗУЮЩИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РИСКИ НА РЫНКЕ КО, И ДОЛЯ ПРОСРОЧЕННОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ ПО БАНКОВСКИМ КРЕДИТАМ

Показатель	На 01.01.2021	На 01.01.2022	На 01.01.2023	На 01.01.2024
Доля необеспеченных облигаций в общем объеме, %	80,6	85,8	89,8	92,3
Количество случаев неисполнения обязательств эмитентами КО (за год)	4 (2020)	12 (2021)	12 (2022)	9 (2023)
Число эмитентов (предприятий) КО	269	269	186	161
Соотношение случаев неисполнения обязательств к предприятиям, %	1,5	4,5	6,5	5,6

Источник: рассчитано на основании данных Минфина.

ничества с рейтинговыми агентствами, прошедшими аккредитацию в ЦБ РФ, такими как АКРА, «Эксперт РА» и др.

Вероятно, альтернативы данным решениям нет. Рейтингование в настоящее время приобретает особое значение в связи с интеграционными процессами в ЕАЭС. Наличие рейтинговой оценки является обязательной для допуска на биржу РФ и других стран ЕАЭС. Поэтому развитие соответствующих услуг становится необходимым. В противном случае отечественные организации попросту не смогут использовать потенциал объединения для привлечения капитала. При этом неминуемое появление на белорусском фондовом рынке российских компаний* только создаст дополнительную конкуренцию.

Имеются и другие сдерживающие факторы, которые способны затруднить работу в России, например, более высокие требования соседнего государства по эмиссии и листингу, корпоративному управлению, раскрытию информации. Незаинтересованность отечественных корпоратов сообщать о результатах финансово–хозяйственной деятельности и значимых событиях в своей работе в некоторой степени ведет к нарушению принципа прозрачности. Конечно, определенные требования к юрлицам есть (соответствующие нормы прописаны в ст. 55 Закона «О рынке ценных бумаг»): эмитенты (кроме ЗАО) обязаны подавать бухгалтерскую или финансовую отчетность в виде ежеквартальных и годовых отчетов. Но созданная **система раскрытия информации в Беларуси более лояльна** в сравнении с общепринятым международным стандартом, в том числе и правилами, применяемыми в ЕАЭС.

Размещение бондов за рубежом, включая Россию, предполагает:

- регулярное раскрытие данных финансовой отчетности, подтвержденной независимыми аудиторскими компаниями, согласно заранее утвержденному календарю;
- оповещение инвесторов о корпоративных событиях, предоставление сведений о составе акционеров, органах управления компании, независимых директорах, об инсайдерах и их сделках с ценными бумагами субъекта хозяйствования и др.

Можно ли закрыть глаза на правила у соседей? Проект Соглашения о трансграничном допуске, который принят ЕЭК, устанавливает, что эмитенты, желающие «работать» на территории коллег по ЕАЭС, должны соблюдать действующие требования к раскрытию информации как в государстве, где они зарегистрированы, так и в стране действия биржи.

При этом на практике даже нормы, которые содержатся в законодательстве, не всегда выполняются. Полагаем, что исправят ситуацию:

- адаптация системы раскрытия информации к общепринятым нормам, прежде всего, расширение перечня и объема раскрываемых данных;
- введение календарей отчетности с привязкой к конкретным датам и практики публикации корпоративных новостей в лентах государственных новостных агентств;
- упорядочивание и структурирование сведений, размещаемых на Едином портале финансового рынка, обеспечение легкого поиска документов по названию компании или профучастника, а также усиление контроля регулятора за ресурсом;
- обязывание эмитентов дополнить веб-сайты соответствующими разделами.

В сегменте КО также **остаются сложности технического характера**, а именно: недостаточность автоматизированных систем для торговли на бирже и доступа физических лиц к ней, что существенно ограничивает ликвидность этого сегмента.

Конечно, некоторыми профессиональными участниками реализуются мероприятия по улучшению технического обслуживания, внедряются торговые платформы (ТП) и другие формы дистанционного обслуживания клиентов. Например, Белорусская валютно-фондовая биржа запустила ТП Quik, но ее применение пока не нашло широкого отклика: число инвесторов, совершающих сделки непосредственно на бирже, сравнительно невелико.

Надеемся на прогресс в данном аспекте. Реализация интеграционных процессов в рассматриваемой сфере способствует расширению использования облигаций корпоратами и повышению их финансовых возможностей, даст инвесторам (в том числе физлицам) новые способы для вложений, сам рынок получит дополнительную ликвидность за счет притока участников.

*В ноябре 2022 года Совет ЕЭК одобрил Проект соглашения о трансграничном допуске к размещению и обращению ценных бумаг на организованных торгах в государствах – членах объединения.