



Михаил Малиновский  
партнер LECAP

## СЦЕНАРИЙ ПРЕОБРАЗОВАНИЯ СТРУКТУРЫ РЫНКА КАПИТАЛА В НОВОМ ГОДУ

Возможно, 2017–2018 гг. действительно станут периодом изменения структуры и характера российского рынка капитала — тех преобразований, о которых раньше много говорили, но до настоящего времени мало что делали для их проведения. Можно вспомнить уже историческую Концепцию создания международного финансового центра в Российской Федерации 2008 г.<sup>1</sup> и целый набор решений, идущих вразрез с этим документом. Период 2017–2018 гг. может стать этапом трансформации финансового рынка в устойчивую отрасль экономики, способную удовлетворять потребности России и региона в целом. Для этого позитивного утверждения есть ряд причин, речь о которых пойдет ниже. Но для начала — немного статистических данных.

Россия сегодня — это страна, где норма сбережения выше среднего мирового значения, а уровень инвестиций и потребления — ниже (при этом потребление у нас существенно меньше сопоставимых по размеру экономик — 51,9% по сравнению с 72% в Турции, 65% — в Китае, 71,5% — в Бразилии<sup>2</sup>). Таким образом, даже при очень скромной безработице (5,4% в октябре 2016 г. — показатель, близкий к значению абсолютной занято-

сти<sup>3</sup>) российское общество — это общество сбережения. Российская финансовая система построена на универсальных банках. То есть по аналогии, к примеру, с Германией XIX–XX вв. универсальные банки являются главным институтом конвертации сбережений (привлекаемых банковских депозитов) в инвестиции (банковский кредит). Эта схема противопоставляется системе, основанной на рынке капитала, в которой компании

выпускают ценные бумаги, напрямую приобретаемые экономическими агентами себе в собственность через брокеров и управляющих, взимающих незначительную комиссию за операцию (США). Как результат — совокупный объем депозитов (24–25 трлн руб. на сентябрь 2016 г.<sup>4</sup>) в России существенно больше объема рынка облигаций (по разным оценкам, примерно 7–8 трлн руб.<sup>5</sup>). Поток денег в банки приводит к ситуации, когда став-

<sup>1</sup> <http://economy.gov.ru/minec/activity/sections/finances/creation/>.

<sup>2</sup> Все данные представлены в % от ВВП в соответствии с данными Всемирного банка — <http://data.worldbank.org>.

<sup>3</sup> <https://www.statista.com/statistics/277043/monthly-unemployment-rate-in-russia/>.

<sup>4</sup> [https://www.cbr.ru/analytics/print.aspx?file=bank\\_system/din\\_razv\\_16\\_09.htm&pid=bnksyst&sid=ITM\\_1155](https://www.cbr.ru/analytics/print.aspx?file=bank_system/din_razv_16_09.htm&pid=bnksyst&sid=ITM_1155).

<sup>5</sup> <http://ru.cbonds.info/news/item/823277>.

ки по депозитам основных банков (к примеру, максимальная ставка депозита Сбербанка — 5,7%<sup>6</sup>) почти в два раза ниже доходности государственных облигаций (9,13%<sup>7</sup>) и облигаций самого банка (в частности, по облигациям, выпущенным в октябре 2016 г., установлен купон в размере 9,25%<sup>8</sup>).

Разница между определяемой рынком ставкой и ставкой по депозиту одного и того же заемщика — это та величина, которую, по сути, российские граждане дарят банку. Существенных факторов, объясняющих, почему государство платит рыночному инвестору вдвое больше, чем государственный банк своим вкладчикам, нет. Единственный аргумент — несовершенство финансового рынка, позволяющее банкам генерировать колоссальную прибыль.

Основные факторы, которые могут изменить ситуацию, были обозначены уже на рубеже 2017 г.:

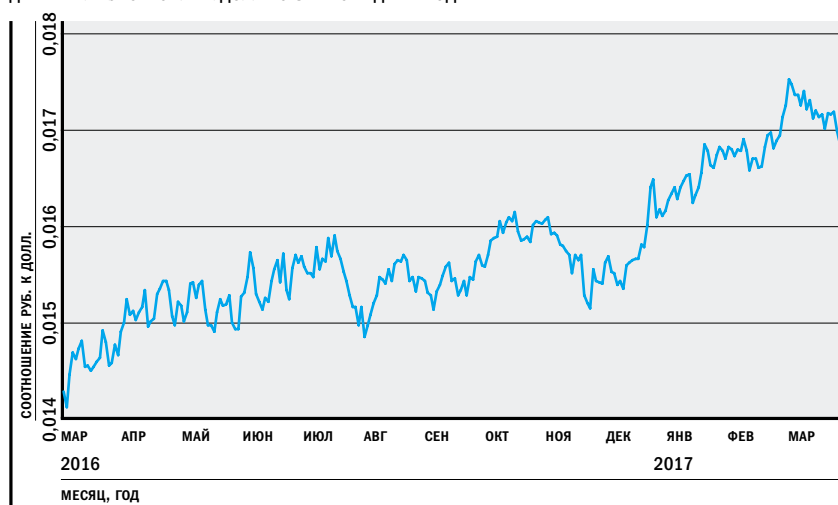
- отмена НДФЛ на частные инвестиции в облигации в рамках новой налоговой конструкции начиная с 2017 г.;
- сохранение высокой ключевой ставки и плавающего валютного курса;
- органичное развитие финансовой индустрии и план по улучшению регулирования.

### ОТМЕНА НДФЛ НА ЧАСТНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ В ОБЛИГАЦИИ

Исторически Налоговый кодекс РФ предоставлял льготную нулевую ставку на доходы, получаемые с банковских депозитов и ОФЗ. Корпоративные же облигации фактически были дискриминированы — по состоянию на декабрь 2016 г. в кодексе нет ни льгот на саму налоговую ставку, ни специальных налоговых вычетов на расходы, связанные с приобретением таких бумаг. К примеру, если инвестор — физическое лицо купит бумагу в 2016 г. за день до фиксации списка лиц, получающих доход, то в цене покупки он выплатит продавцу накопленный за прошлый период купонный доход, но не будет иметь возможности учесть эту сумму как расход (в силу отсутствия специальных вычетов). Как следствие, в дату получения дохода он отдаст государству еще 20% на сумму купона (налог автоматически удерживался у источника).

Как результат — доходы бюджета от налога на доход от капитала граждан, инвестированного в корпоративные об-

ДИНАМИКА КУРСА РУБЛЯ К ДОЛЛАРУ ЗА ПРОШЕДШИЙ ГОД



Источник: <https://www.bloomberg.com/quote/RUBUSD:CUR>

## В декабре 2016 г.: правительство одобрило и направило в Государственную думу РФ законопроект, освобождающий от НДФЛ выплаты с корпоративных облигаций, если купон по ним не превышает на 5% ставку рефинансирования Центрального банка РФ.

лигации, мизерные, а трансмиссионный механизм конвертации сбережений в инвестиции напрямую практически не работает.

Сбережения населения, как правило, уходят в депозиты, доход от которых в подавляющем большинстве случаев не облагается НДФЛ (доход от депозитов подпадает под обложение, только когда ставка по нему на 5% больше ставки рефинансирования ЦБ РФ: сложно представить ситуацию, при которой устойчивый банк в современных условиях может предложить ставку выше 15% — текущий ориентир ставки депозита в государственных банках составляет не более 6–7%).

Коррективы наметились в декабре 2016 г.: правительство одобрило и направило в Государственную думу РФ законопроект<sup>9</sup>, освобождающий от НДФЛ выплаты с корпоративных облигаций, если купон по ним не превышает на 5% ставку рефинансирования Центрального банка РФ.

Это изменение важно именно для 2017 г., когда заимствования бюджета увеличатся в три раза и для целей покрытия дефицита бюджета правительство заинтересовано в расширении предложения капитала на финансовом рынке.

Но налоговых льгот для пополнения инвесторской базы недостаточно — важную роль играет последовательность действий монетарных властей, т. е. Центрального банка РФ, в изменении ментальности, и для этого у него есть достаточный инструментарий: 1) свободное образование курса национальной валюты и 2) ключевая ставка.

### ПОЛИТИКА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА РФ

Высокая ключевая ставка позволяет менять поведение экономических агентов, приучая внешних и внутренних инвесторов сберегать и вкладывать средства в рублях.

<sup>6</sup> <http://www.banki.ru/products/deposits/sberbank>

<sup>7</sup> <https://www.cbr.ru/gcurve/Curve.asp>

<sup>8</sup> <http://ru.cbonds.info/news/item/850025>

<sup>9</sup> Государственная дума приняла 15.02.2017 г. законопроект в первом чтении; поправки к законопроекту принимаются в тридцатидневный срок со дня принятия постановления Государственной думы.

Международные инвесторы уже умеют зарабатывать на российских активах — как в период роста, так и в период экономического спада. Рублевые инвестиции международных инвесторов уже сделали рубль одной из самых доходных валют в мире в 2016 г., и основная причина здесь — созданная Центральным банком РФ «воронка», при которой инфляция, удерживаемая ниже дохода по государственным облигациям на 4–5%, формирует высокую реальную доходность. Высокая реальная доходность, в свою

в условиях санкций Центральный банк РФ раньше других развивающихся стран отпускает рубль в свободное плавание, сохраняет его конвертируемость и начинает проводить политику снижения инфляционных ожиданий (продолжающуюся до сих пор<sup>10</sup>) и роста привлекательности инструментов сбережений<sup>11</sup>.

Все перечисленные факторы, как показывает график движения валютного курса за год (см. рисунок), действительно изменили отношение к рублевым активам внешних инвесторов и вполне могут спо-

успешно реализовать в последний год 7 публичных предложений акций (включая бумаги «РуссНефти» на 0,5 млрд долл.) и обеспечить вывод на биржу новых эмитентов облигаций;

- эффективность норм о представителе владельцев облигаций сократила сроки совершения сделок по реструктуризации облигационного долга и изменению условий выпуска до 1–2 мес. вместо 4–5 мес., необходимых для таких сделок в 2010 г., — это помогло сохранить в публичном поле 5–7 заемщиков, способных восстановить свое финансовое положение;

- Московская Биржа начала допуск крупнейших компаний напрямую на валютный рынок.

Однако для регионального финансового центра этого недостаточно, и финансовая индустрия обладает колоссальным потенциалом роста при наличии 1) качественного регулирования и 2) эффективных государственных услуг со стороны государства.

Когда речь заходит о государственных услугах, отвечающих потребностям рынка, нужны соответствующие задачи административные процедуры. Любое эффективное регулирование должно сопровождаться повышением квалификации правоприменителей<sup>13</sup> и выстраиванием четких процессов в органах власти (в нашем случае — внутри Центрального банка РФ, Министерства экономического развития и Министерства финансов РФ), которым необходимо понимать своего потребителя и уметь предоставлять ему качественный и своевременный сервис

## Рублевые инвестиции международных инвесторов уже сделали рубль одной из самых доходных валют в мире в 2016 г., и основная причина здесь — созданная Центральным банком РФ «воронка», при которой инфляция, удерживаемая ниже дохода по государственным облигациям на 4–5%, формирует высокую реальную доходность.

очередь, затягивает капитал с мирового финансового фондового рынка, где многие крупные заемщики уже не платят за привлекаемый ими капитал (т. е. инвестор «доплачивает» таким заемщикам за размещение у них денег) на локальный рынок. Это движение приводит к укреплению рубля в условиях дефицита бюджета и слабеющей инфляции. Но даже в этом случае Центральный банк РФ не отступает от заявленных целей и проводит политику, направленную на рост привлекательности рубля как инструмента сбережения.

Что действительно показали санкции и описанная выше ситуация — мы живем в глобальном мире. Правительства разных стран могут обвинять друг друга в военных преступлениях, но все эти споры и конкуренция идей уже происходят внутри единой глобальной системы, внутри которой Россия через подконтрольные глобальные СМИ вполне может влиять на мнение 25–30% электората западных стран (примерно на такой же размер электората воздействуют зарубежные СМИ), а российский финансовый рынок может формировать предложение из доходных инструментов.

способствовать созданию среды, в которой российские домохозяйства могут начать учиться использовать российский рынок капитала.

Для этого государство должно предложить адаптивное регулирование и эффективные государственные услуги.

## Что действительно показали санкции и сложившаяся ситуация — мы живем в глобальном мире.

### РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Регулирование и правоприменительная практика на рынке капитала действительно шагнули далеко вперед за последний год:

- целый ряд правок в стандарты эмиссии ослабил административные требования при выпуске ценных бумаг российскими компаниями<sup>12</sup>;
- качество работы Московской Биржи и Центрального банка РФ позволило

(от регистрации проспектов ценных бумаг до обеспечения возможности коммуникации через электронные каналы связи). Опыт последних двух лет показал, что внутри этих государственных органов есть высококлассный кадровый ресурс.

Правильно выстроенные реформы при условии снижения до адекватного уровня рисков инвестиций могут привести к усилению роли финансового рынка в структуре российской и региональной экономики и сделать его одной из точек нового качественного роста. ■

<sup>10</sup> См. релиз от 16 декабря 2016 г. — [http://cbr.ru/press/pr.aspx?file=16122016\\_133003keyrate2016-12-16T13\\_16\\_40.htm](http://cbr.ru/press/pr.aspx?file=16122016_133003keyrate2016-12-16T13_16_40.htm).

<sup>11</sup> Интересно отметить, что одним из механизмов снижения инфляции, находящихся в руках правительства, может стать отмена продуктовых контрсанкций — открытие продуктового рынка может оказать положительное влияние на покупательную способность населения.

<sup>12</sup> <http://lesar.ru/upload/iblock/89e/89eb2b6bcecd291de390439546ca6201.pdf>.

<sup>13</sup> Здесь уместно еще раз высказать сожаление в связи с ликвидацией Высшего арбитражного суда.