

УДК 336.763.331, 336.763.35; JEL G1  
DOI: 10.17223/22229388/24/7

*О.С. Беломытцева*

## РАЗВИТИЕ ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ: НОВЫЕ ВИДЫ ОБЛИГАЦИЙ И ИЗМЕНЕНИЯ В НАЛОГООБЛОЖЕНИИ

*Проанализированы особенности новых видов облигаций, появившихся в РФ в 2015–2016 гг.: облигаций федерального займа с индексируемым номиналом; биржевых облигаций, выпускаемых в рамках программ биржевых облигаций; однодневных облигаций; инфраструктурных облигаций. Представлены новации в налогообложении корпоративных облигаций. Сделаны оптимистичные выводы относительно дальнейшего развития рынка облигаций.*

*Ключевые слова: облигации федерального займа с индексируемым номиналом, программы биржевых облигаций, однодневные облигации, инфраструктурные облигации, концессионные облигации, корпоративные облигации, купон, НДФЛ.*

В 2015 г. на российском рынке появились два совершенно новых вида облигаций – облигации федерального займа с индексируемым номиналом (далее – ОФЗ-ИН) и облигации, выпускаемые в рамках программ биржевых облигаций. Выпуск данных инструментов именно в 2015 г. объясняется закрытостью внешних рынков капитала для российских заемщиков и стремлением привлечь максимально возможные суммы на внутреннем рынке. Следующий год, 2016-й, характеризовался некоторым улучшением ситуации на долговых рынках, однако новые и несколько забытые проекты также были реализованы. Так, появились однодневные облигации, получила развитие идея выпуска инфраструктурных облигаций. В 2017 г. должны реализоваться инициативы выпуска облигаций федерального займа для населения и освобождения от НДФЛ купона по корпоративным облигациям. Вышеперечисленные новации будут последовательно рассмотрены ниже.

### *Особенности эмиссии и налогообложения облигаций федерального займа с индексируемым номиналом*

В июле 2015 г. Минфин впервые разместил новый долговой инструмент – ОФЗ-ИН (так называемые инфляционные ОФЗ). Согласно эмиссионным документам номинальная стоимость облигаций ежедневно индексируется в соответствии с индексом потребительских цен на товары и

услуги РФ; срок обращения составляет 8 лет; ставка купона фиксирована в размере 2,5 % [1, 2].

В момент размещения ОФЗ-ИН объем поданных заявок на покупку в 2,6 раза превысил фактический объем размещения, а общий спрос на момент закрытия книги заявок составил 198 млрд руб. со стороны 71 российского и международного инвестора [3].

Подобные инструменты (inflation-linked bonds) широко известны как на развитых рынках, так и на развивающихся. Так, в США и Великобритании на долю инфляционных облигаций приходится 8 и 19 % рынка государственного долга соответственно, в развивающихся странах данный процент колеблется в диапазоне от 12 до 35 [4].

Ценообразование ОФЗ-ИН осуществляет следующим образом:

$$1 + n = (1 + r) \times (1 + i) \times (1 + p), \quad (1)$$

где  $n$  – номинальная доходность стандартной ОФЗ с постоянным купонным доходом;

$r$  – реальная доходность ОФЗ-ИН;

$i$  – инфляционные ожидания инвесторов;

$p$  – премия за инфляционные ожидания.

На наш взгляд, ОФЗ-ИН имеет наибольшие перспективы в первую очередь как инструмент для пенсионных фондов, которым важно сохранить свои инвестиции, защитив их от инфляции и получив дополнительную премию к ней. Поскольку инфляция включает и валютную составляющую, данный инструмент позволяет отчасти хеджировать и валютные риски. Кроме того, ОФЗ-ИН стали первым индикатором на российском рынке, позволяющим отслеживать рыночные инфляционные ожидания и их динамику.

В таблице приведены ставки налогообложения по налогу на прибыль и НДФЛ при налогообложении доходов, полученных от сделок с ОФЗ-ИН, для различных категорий инвесторов. Данная таблица составлена автором на основании Письма Минфина России в ФНС от 14.07.2015 г. № 03-03-10/40395 «О налогообложении облигаций федерального займа с индексируемым номиналом» [5].

Важным является вопрос относительно корrekтности отобранных переменных для оценки инфляции по ОФЗ-ИН. На основании расчетов М.А. Бундина, данные бумаги, исходя из данных по их номинальной доходности с учетом прогнозных значений инфляции, действительно могут рассматриваться в качестве средства страхования от последней [6. С. 14].

В контексте рассмотрения данных относительно выпуска ОФЗ-ИН следует также отметить, что в первом квартале 2017 г. на облигационном рынке ожидается появление еще одного совершенно нового инструмента – облигаций федерального займа, предназначенных для населения. Партнером Минфина по реализации данного проекта станет Сбербанк.

Ставки налога на прибыль и НДФЛ при налогообложении доходов по ОФЗ-ИН для различных категорий инвесторов, %

Категория инвестора	Ставка налога по доходу от реализации	Ставка налога по купонному доходу	Ставка налога по доходу от индексации номинальной стоимости
Юридическое лицо	20	15	15
Физическое лицо	13	0	0
НПФ <sup>1</sup>	20	15	15
Нерезидент	Не удерживается		

**Особенности эмиссии биржевых облигаций, выпускаемых в рамках программ биржевых облигаций**

Биржевые облигации появились на российском рынке в кризисном 2008 г., приобрели значительную популярность, однако развитие их затруднялось необходимостью регистрации на бирже каждого отдельного выпуска. Главной инновацией на

рынке корпоративных облигаций последних двух лет можно считать введение Программ биржевых облигаций (далее – ПБО) и начало размещения облигационных выпусков в рамках зарегистрированных программ [7. С. 15]. Следует отметить, что ПБО имеет черты, присущие зарубежным аналогам: как программам коммерческих бумаг (CP), так и среднесрочных нот (MTN).

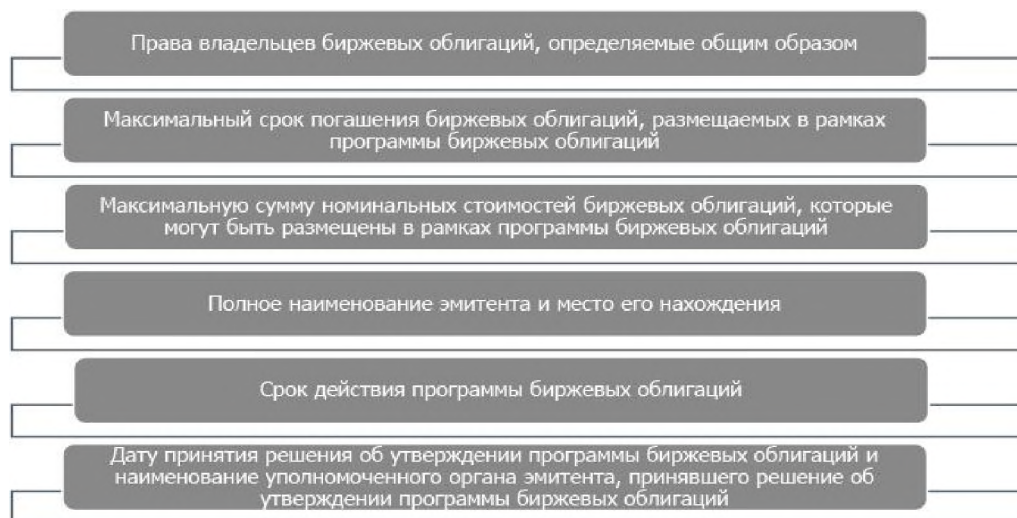


Рис. 1. Содержание программы биржевых облигаций

Программа облигаций подразумевает наличие двух частей решения о выпуске биржевых облигаций: непосредственно ПБО и условий выпуска, конкретизирующих условия конкретного выпуска. ПБО готовится однократно для большого количества выпусков и представляет

собой первую часть решения о выпуске ценных бумаг, содержащую определяемые общим образом права владельцев биржевых облигаций и иные общие условия для выпусков облигаций. Содержание ПБО приведено на рис. 1, условий выпуска – на рис. 2.

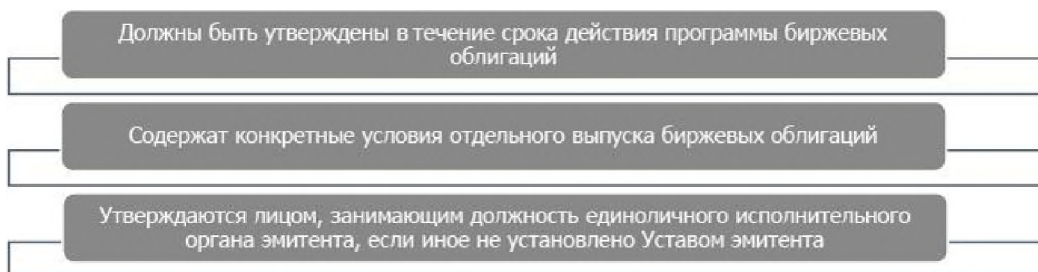


Рис. 2. Содержание условий выпуска облигаций в рамках программы выпуска облигаций

Смысл введения ПБО состоит в повышении гибкости и оперативности привлечения финансо-

<sup>1</sup> Налог взимается при уровне доходности, превышающем ставку рефинансирования Банка России.

вых ресурсов для крупных корпораций путем размещения выпусков, уже заранее зарегистрированных на бирже в рамках программы. Важно отметить, что решение об утверждении ПБО

принимается Советом директоров эмитента, в то время как условия выпуска утверждает Генеральный директор.

В настоящее время ПБО приобрели чрезвычайную популярность на Московской бирже: в обращении на текущий момент находится 564 наименования биржевых облигаций, и большая их часть выпущена именно в рамках ПБО. Логично ожидать дальнейшего бурного развития данного сегмента рынка.

Интересным инструментом, выпущенным в рамках ПБО в 2016 г., стали *однодневные облигации*. Пионером в плане выпуска таких бумаг на российском рынке стал ВТБ, проводивший регулярные аукционы по их размещению на Московской бирже начиная с 24 октября 2016 г. Размещение однодневных облигаций производится ежедневно в вечернее время (до 16:45), погашение осуществляется на следующий рабочий день в 12:00. Размер минимального лота – 1 тыс. руб. Полноценным месяцем обращения нового инструмента стал ноябрь 2016 г. Объем размещений однодневных облигаций ВТБ в этом месяце составил 588 млрд руб. [8. С. 10].

С позиции эмитента смысл выпуска однодневных облигаций состоит в привлечении средств по более низким ставкам в сравнении с рынком межбанковского кредитования. В качестве инвесторов подобные облигации могут приобретать банки, управляющие и инвестиционные компании, а также негосударственные пенсионные фонды. Для последних данный инструмент менее всего интересен, поскольку на рынке наблюдается относительная стабильность, а нацелены такого рода фонды в первую очередь на длинные инвестиции.

#### *Появление инфраструктурных и концессионных облигаций*

Термин «инфраструктурные облигации» в российском законодательстве пока отсутствует. Первая попытка внедрить данный инструмент в обращение была предпринята еще в 2009 г., когда ФСФР подготовила проект Закона «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций». Согласно данному документу новые облигации должны были эмитироваться специализированной проектной организацией с целью привлечения денежных средств в инфраструктурные проекты. Закон так и не был принят, однако отдельные его положения, например требование об обязательном назначении представителей владельцев облигаций, позднее вошли в Закон «О рынке ценных бумаг». В сентябре 2016 г. идея выпуска инфраструктурных облигаций получила продолжение, и Банк России объявил о начале работы над изменениями процедуры выпуска облигаций, которые могли бы считаться инфраструктурными.

Во второй половине 2016 г. на рынке появился ряд выпусков квазиинфраструктурных облигаций (точнее – концессионных), формально инфраструктурными не являющихся, однако целиком предназначенных для реализации инфраструктурных проектов. Так, в сентябре 2016 г. на Московской бирже были размещены два выпуска облигаций Транспортной концессионной компании на общую сумму более 3,25 млрд руб. Размещение состоялось в рамках концессионного проекта по созданию трамвайной сети в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга. Самарская область в январе 2017 г. завершит размещение дебютного выпуска облигаций для населения. Данный выпуск состоит из 8,5 тыс. облигаций номинальной стоимостью 60 тыс. руб. на общую сумму 510 млн руб. Средства от продажи облигаций Самарской области будут инвестированы в строительство первой очереди квартала «Е» в рамках проекта реновации исторического центра Самары.

#### *Новации в налогообложении НДФЛ корпоративных облигаций*

В конце января 2016 г. комитет Госдумы по бюджету и налогам рекомендовал нижней палате парламента принять законопроект об освобождении от НДФЛ купонного дохода по обращающимся рублевым корпоративным облигациям, эмитированным в 2017–2020 гг. Следует отметить, что данную идею ранее (в декабре 2015 г.) высказал Президент РФ в послании Федеральному собранию. Госдума рассмотрит законопроект в феврале 2017 г.

В соответствии с вышеназванным законопроектом налогообложение купонного дохода по корпоративным облигациям будет иметь место только в случае превышения суммы купона над суммой процентов, превышающей ставку рефинансирования Банка России на пять процентов. Доходы в виде дисконта также освобождаются от НДФЛ, причем без ограничений.

Данные изменения должны повысить инвестиционную привлекательность обращающихся облигаций российских акционерных обществ, способствовать притоку частных инвестиций в экономику РФ и обеспечить выравнивание условий налогообложения процентных доходов граждан от инвестиций в депозиты и обращающиеся корпоративные облигации.

Новые положения в части налогообложения купона по корпоративным облигациям логичны, ожидаемы и соответствуют общему тренду либерализации налогообложения сделок с ценными бумагами, подробно рассмотренному в работах автора [9–11] и реализации стимулирующей функции налогообложения. Также следует отметить, что в ближайшей перспективе ожидается и освобождение от НДФЛ доходов, полученных гражданами от вложений в инвестиционные паи. С такой инициативой в декабре 2016 г. выступил Банк России.

Текущая высокая доходность по облигациям способствует их приобретению гражданами, открывшими индивидуальные инвестиционные счета. В статье автора «Развитие системы инвестиционных налоговых вычетов в Российской Федерации для стимулирования инвестиций в ценные бумаги» облигации обоснованно квалифицированы как доминирующий инструмент инвестирования с использованием инвестиционного налогового вычета типа А [10. С. 104]. Инвестиции в структурные продукты, сконструированные на основе облигаций, также рекомендованы гражданам, использующим данный налоговый вычет [12. С. 130].

Одновременно следует отметить, что облигации все еще не имеют большой популярности среди населения. Об этом свидетельствуют, в частности, данные Московской биржи, согласно которым доля операций с облигациями в рамках индивидуальных инвестиционных счетов составляет лишь 5 % [13]. Данный факт, безусловно, свидетельствует об отсутствии у индивидуальных инвесторов знаний и умений инвестирования, равно как и о необходимости использования услуг финансовых консультантов, упомянутых в работах разных авторов, например А.А. Земцова [14. С. 9–10], Т.Ю. Осиповой [15. С. 6].

#### *Итоги 2016 г. на облигационном рынке*

Активность российских корпоративных заемщиков на рынке рублевых облигаций в 2016 г. сохранилась на уровне 2015 г. По итогам года эмитенты разместили долговые облигации на сумму 1,773 трлн руб., что сопоставимо с показателем 2015 г. (1,84 трлн руб., рост на 60 % по сравнению с предшествующим годом). Сдерживающими факторами для эмитентов в 2016 г. оставались высокий уровень текущих ставок на рынке, ожидания их снижения, а также неопределенность среднесрочных экономических параметров.

На внешнем рынке по итогам 2016 г. российские эмитенты смогли зафиксировать низкие ставки в долларах и евро и привлекли более 12 млрд долл., что является рекордом с 2013 г. При этом в 2015 г. эмитенты привлекли на внешнем рынке лишь около 4 млрд долл.

Таким образом, мы можем сформулировать ряд выводов, касающихся развития облигационного рынка российских эмитентов:

- санкции в отношении РФ спровоцировали развитие рынка внутренних рублевых облигаций, включая появление совершенно новых инструментов;

- текущие высокие процентные ставки и продолжающаяся из года в год заморозка пенсионных накоплений осложняют развитие внутреннего облигационного рынка;

- система налогообложения доходов по облигациям направлена на стимулирование инвестиций граждан, в первую очередь – в государственные облигации. Однако в настоящее время предпринима-

ты попытки (введение системы индивидуальных инвестиционных счетов, отмена НДФЛ по купонным выплатам) стимулировать вложения физических лиц в корпоративные облигации. Упомянутые меры не являются системными и отстают от реальных потребностей рынка;

- в 2017 г. следует ожидать сохранения активности эмитентов как на внутреннем рынке, так и на внешнем. При этом активность корпораций на внутреннем рынке будет во многом зависеть от денежно-кредитной политики Банка России;

- вполне вероятно появление новых видов облигаций, включая инфраструктурные в изначальном понимании, ОФЗ для населения, гибридные виды облигаций;

- ожидаемы развитие облигационных ПИФов и активизация предложения облигаций в составе структурных продуктов банков и инвестиционных компаний.

#### *Литература*

1. Об эмиссии облигаций федерального займа с индексированным номиналом № 52001RMFS: приказ Минфина России от 15.07.2015 г. № 214. URL: <http://www.consultant.ru>
2. Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций федерального займа с индексированным номиналом: приказ Минфина России от 22.05.2015 № 80н. URL: <http://www.consultant.ru>
3. Минфин разместил только половину выпуска «инфляционных» ОФЗ // Ведомости. 2015. 21 июля. URL: <http://www.vedomosti.ru/finance/news/2015/07/21/601575-minfin-razmestil-tolk-po-polovinu-vipuska-inflyatsionnih-ofz>
4. Облигации, привязанные к инфляции: новый класс от Минфина [Электронный ресурс] // Газпромбанк, 2003–2016. URL: [http://www.gazprombank.ru/upload/iblock/6d9/GPB\\_Inflation-linked\\_%20bond\\_100715.pdf](http://www.gazprombank.ru/upload/iblock/6d9/GPB_Inflation-linked_%20bond_100715.pdf)
5. О налогообложении облигаций федерального займа с индексированным номиналом: письмо Минфина России в ФНС от 14.07.2015 г. № 03-03-10/40395. URL: <http://www.minfin.ru>
6. Бундин М.А. Параметры эмиссии ОФЗ-ИН с учетом ожидаемой инфляции // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2016. № 44 (326). С. 14–27.
7. Ермак А. Рублевый облигационный рынок: предварительные итоги года // Рынок ценных бумаг. 2015. № 10. С. 11–17.
8. Гайдаев В. Однодневный бонд получил спрос // Коммерсантъ. 2016. № 224. С. 10.
9. Беломытцева О.С. Система индивидуальных инвестиционных счетов в Российской Федерации: первые результаты и перспективы // Вестник Волгоградского института бизнеса. Бизнес. Образование. Право. 2016. № 1 (34). С. 89–94.
10. Беломытцева О.С. Развитие системы инвестиционных налоговых вычетов в Российской Федерации для стимулирования инвестиций в ценные бумаги // Вестник Томского государственного университета. Экономика. 2016. № 2 (34). С. 99–113.
11. Беломытцева О.С. Клиринговые сертификаты участия: особенности выпуска, использования в сделках РЕПО и налогообложения // Проблемы учета и финансов. 2016. № 3. С. 51–55.
12. Belomytseva O.S., Grinkevich L.S. Development and distinguishing features of investment tax deduction in the Russian Federation // Journal of tax reform. 2016. № 2. P. 126–138.
13. Московская биржа зарегистрировала более 200 тысяч ИИС [Электронный ресурс] // Московская биржа, 2011–2016. URL: <http://moex.com/n15011/?nt=106>.
14. Земцов А.А., Осипова Т.Ю. Подготовка финансовых консультантов в вузе как перспективное направление многоуровневого профессионального образования финансистов // Проблемы учета и финансов. 2015. № 1. С. 9–22.
15. Осипова Т.Ю. Роль и функции независимых финансовых консультантов в условиях институционализации финансов домашних хозяйств // Проблемы учета и финансов. 2010. № 2. С. 3–12.