

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР И РЫНОК КАПИТАЛА В БЕЛАРУСИ



ИССЛЕДОВАНИЕ ПОДГОТОВЛЕНО В РАМКАХ ПРОЕКТА BELARUS BEEHIVE,
КООРДИНАТОР ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКОЙ И ЭКСПЕРТНОЙ ЧАСТИ ПРОЕКТА
ИНСТИТУТ «ПАЛІТЫЧНАЯ СФЕРА»



BEROC, CASE (Belarus Team)

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР И РЫНОК КАПИТАЛА В БЕЛАРУСИ



Исследование подготовлено в рамках проекта Belarus Beehive, координатор исследовательской и экспертной части проекта – Институт «Палітычная сфера».

Исследовательские центры, участвующие в реализации исследовательской части проекта: Центр новых идей, Беларуский институт стратегических исследований, Центр европейской трансформации, Исследовательский центр BEROC, аналитический проект «Наше мнение», исследовательский центр CASE-Belarus, SYMPA.

СОДЕРЖАНИЕ

Резюме.....	5
Введение	6
Общие характеристики финансового сектора в Беларуси	9
1.1 Глубина и емкость белорусского финансового сектора в международных сопоставлениях	9
1.2 Особенности функционирования белорусского финансового сектора.....	14
Финансовые посредники	25
2.1 Обзор сектора коммерческих банков	25
2.2 Инвестиционное кредитование, проектное финансирование и финансирование недвижимости в белорусских банках.....	36
2.3 Механизмы субсидирования долгосрочного финансирования банков	45
2.4 Небанковские кредитно-финансовые механизмы долгосрочного финансирования	54
Фондовый рынок.....	64
Страховой рынок	76
Практические и юридические особенности использования обеспечения в рамках механизмов долгосрочного кредитования и проектного финансирования	82
5.1 Юридические особенности использования обеспечения... ..	82
5.2 Практика использования обеспечения по долгосрочным кредитам.....	89
Практические и юридические возможности и препятствия для использования механизмов секьюритизации в Беларуси ...	92

■ Данная работа посвящена выработке повестки реформ в финансовом секторе Беларуси. В работе сформулированы конечные цели реформы, которые основаны на теоретическом фундаменте, задающем роль и место финансовой индустрии в современной экономике. Работа базируется на анализе текущего состояния финансовой индустрии в Беларуси, проведенного в BEROC & CASE (Belarus Team) (2023). Идентифицированные системные изъяны финансового сектора и их сопоставление с конечными целями позволяют сформулировать две магистральные задачи реформы: (i) устранение институциональных «подпорок» для гипертрофированной роли госбанков, а также интервенций в финансовый сектор экономических властей; (ii) восстановление и культивация финансового и экономического доверия. На операционном уровне сформулированы три обязательных и приоритетных шага: (i) глубокий аудит банковского сектора, прежде всего сектора государственных банков; (ii) разработка и реализация процедуры избавления от плохих активов; (iii) реформа сектора государственных банков. Наиболее трудным и важным из этих шагов является реформа сектора государственных банков. В работе предложены три сценария такой реформы и проведен анализ сильных и слабых сторон, а также возможностей и угроз для каждого из них.

Резюме

■ Данная работа посвящена изучению механизмов и особенностей функционирования финансовой индустрии в Беларуси. Долгие годы национальная финансовая система конструировалась и шлифовалась таким образом, чтобы стать надежной подпоркой для двучастной (на основе сосуществования сектора государственных предприятий и частного сектора) национальной экономики, с высоким уровнем директивных интервенций со стороны правительства. В результате национальной финансовой индустрии присущ целый ряд особенностей и слабостей, изучение и учет которых очень важен для успешности институциональных реформ в Беларуси. Для этого в данной работе мы изучаем особенности функционирования финансовых посредников, фондового и страхового рынка. Особое внимание в работе, учитывая контекст будущих институциональных реформ, мы уделяем сегменту рынка капитала («длинных» денег). В частности, на основе анализа существующих практик и правовой среды мы изучаем сложившиеся условия для развития сегмента рынка капитала. Проведенный анализ позволяет визуализировать наиболее важные слабые места национальной финансовой индустрии, что видится важной отправной точкой в контексте будущих институциональных реформ.

Введение

■ Финансовая индустрия в любой стране является одним из краеугольных камней, на который опирается вся национальная экономика. Особенности национальной экономики, как правило, находят свое отражение в специфике финансовой индустрии. Верно и обратное: специфические особенности финансового сектора – его институционального дизайна, задействованных инструментов, практик и регулирования – проявляются на уровне всей экономики, а иногда и определяют ее «лицо». В связи с этим, когда речь заходит об институциональных реформах в экономике, трудно переоценить важность финансового сектора. Например, критически важно понимать существующие механизмы его функционирования и связей с нефинансовым сектором. Без такого понимания и учета соответствующих механизмов некоторые из планов реформ могут оказаться несостоятельными. Более того, в ряде случаев реформы в самом финансовом секторе могут де-факто быть неизбежной предпосылкой успешности прочих институциональных реформ. Или же для успешности реформ важным может быть согласование их различных треков, одним из которых являются реформы самой финансовой индустрии.

Беларусь не является исключением в таком порядке вещей. Долгие годы национальная финансовая система конструировалась и шлифовалась таким образом, чтобы стать надежной опорой для двучастной (на основе сосуществования сектора государственных предприятий и частного сектора) национальной экономики, с высоким уровнем директивных интервенций со стороны правительства. В результате национальной финансовой индустрии присущ целый ряд важных особенностей. С точки зрения институционального дизайна – это доминирование государственных банков. По критерию типологии финансового посредничества имеет место доминирование банковского сегмента при зачаточном и слабо прогрессирующем уровне развития прочих сегментов финансового рынка. Все это приводит к ряду системных слабостей с точки зрения глубины и качества исполнения финансовой индустрией своих функций. Наиболее очевидными слабостями такого рода являются: ограниченные масштабы финансового посредничества, особенно в сегменте рынка капитала («длинные» деньги, что порождает системный дефицит долгосрочных ресурсов), низкое качество активов, низкий уровень финансового доверия. Для успешности будущих институциональных реформ в Беларуси все эти слабости необходимо будет преодолеть.

С чего необходимо начинать разрыв замкнутого порочного круга? В какой последовательности целесообразно проводить реформы в нефинансовом и финансовом секторах (или же синхронно)? Как они должны быть согласованы друг с другом? Какова последовательность шагов реформ в самой финансовой индустрии? Ответы на все эти вопросы должны опираться на изучение существующего механизма функционирования финансовой индустрии.

Данная работа посвящена изучению механизмов и особенностей функционирования финансовой индустрии.

стрии в Беларуси. Имея ряд предварительных диагностик (на основе предыдущих исследований) и учитывая контекст будущих институциональных реформ, особое внимание мы уделяем сегменту рынка капитала («длинных» денег). Работа имеет следующую структуру. В первом разделе мы фокусируемся на общих характеристиках финансовой индустрии Беларуси и выделяем наиболее важные ее слабые места. Второй раздел посвящен деятельности финансовых посредников. В третьем и четвертом разделах мы изучаем особенности функционирования фондового и страхового рынка Беларуси. Пятый и шестой разделы посвящены анализу существующих условий для развития сегмента рынка капитала.

Общие характеристики финансового сектора в Беларуси

1.1 Глубина и емкость белорусского финансово-го сектора в международных сопоставлениях

1. Глубина и емкость белорусского финансового сектора выглядят достаточно скромно в сравнении со странами ЦВЕ и странами со схожим уровнем дохода. По итогам 2020 года¹ уровень развития финансового сектора Беларуси уступал странам Центральной и Восточной Европы² (ЦВЕ), которые имели схожие с Беларусью начальные условия для развития финансового рынка (см. табл. 1.1). Если сравнить уровень развития финансового сектора Беларуси со странами, относящимися вместе с Беларусью к верхней когорте среднего уровня дохода (upper middle-

¹ Данные в международных сопоставлениях доступны с ощутимым запозданием. Кроме того, для структурных характеристик и международных сопоставлений период 2019-2020 гг. видится наиболее подходящим, поскольку в последующие периоды белорусская экономика находилась под санкциями, что оставляет свой след в данных и в их качестве.

² К странам ЦВЕ относятся: Албания, Босния и Герцеговина, Болгария, Хорватия, Чехия, Эстония, Венгрия, Косово, Латвия, Литва, Черногория, Северная Македония, Польша, Румыния, Сербия, Словакия, Словения.

income countries, далее UMIC¹), соответствующие показатели Беларуси еще ниже – в среднем вдвое относительно среднего по этим странам. При этом базовые макроэкономические характеристики Беларуси, влияющие на развитие финансового сектора (например, норма сбережения, доля наличных денег в денежной массе или ВВП и др.), примерно соответствуют среднему уровню группы стран UMIC. Эти сравнения указывают в целом на невысокий уровень глубины и емкости национального финансового рынка и сохраняющийся высокий потенциал его развития даже в рамках существующего уровня дохода.

Таблица 1. Индикаторы глубины финансового сектора Беларуси, стран ЦВЕ и UMIC

	Беларусь		Среднее для стран ЦВЕ	Среднее для стран UMIC
	2010	2020	2020	2020
Кредиты банков частному сектору, % от ВВП	40.9	26.6	48.8	59.2
Кредиты финансового сектора частному сектору, % от ВВП	41.1	33.1	49.9	64.5
Депозиты финансового сектора, % от ВВП	25.3	29.7	63.7	62.8
Активы банковского сектора, % от ВВП	56.6	49	62.2	74.7
Активы небанковского финансового сектора, % от ВВП	0.3	12.2	9.7	18.9
Широкая денежная масса, % от ВВП	26.1	29.5	75.5	71.4
Активы страховых компаний, % от ВВП	1.3**	2.9*	6.5*	10.5*

¹ К странам UMIC относятся: Албания, Аргентина, Армения, Азербайджан, Беларусь, Босния и Герцеговина, Ботсвана, Бразилия, Болгария, Китай, Колумбия, Коста-Рика, Доминика, Доминиканская Республика, Эквадор, Экваториальная Гвинея, Фиджи, Габон, Грузия, Гренада, Гватемала, Гайана, Ирак, Ямайка, Иордания, Казахстан, Косово, Ливан, Ливия, Малайзия, Мальдивы, Маршалловы острова, Маврикий, Мексика, Молдова, Черногория, Намибия, Северная Македония, Панама, Парагвай, Перу, Румыния, Россия, Сербия, Южная Африка, Сент-Люсия, Сент-Винцент и Гренадины, Суринам, Тайланд, Тонга, Турция, Туркменистан, Тувалу, Венесуэлла.

		Беларусь	Среднее для стран ЦВЕ	Среднее для стран UMIC
Капитализация рынка акций, % от ВВП	-	9.4***	21.5	62.5
Объем облигаций частного сектора в обращении, % от ВВП	2.2	4.5*	18.4*	15*
Объем выпуска корпоративных облигаций, % от ВВП	0.04	0.6	1.25	1.9

Источник: Собственные расчеты на основе Global Financial Development Database и данных БВФБ.

Примечание: Среднее арифметическое значение рассчитывалось по странам UMIC, соответствующие данные по которым доступны в Global Financial Development Database за 2019–2020 гг.; * данные за 2019 год; ** данные за 2009 год; *** подробнее об уровне капитализации см. в разделе 3.

2. Беларусь выглядит исключением на фоне общего процесса развития финансового рынка в регионе. Сопоставление начального уровня финансовой глубины по показателю соотношения широкой денежной массы к ВВП и темпов роста этого показателя по странам ЦВЕ и Беларуси свидетельствует о наличии процесса конвергенции (сближения) стран по уровню финансового развития в регионе, т. е. чем хуже были стартовые условия показателя финансовой глубины, тем быстрее он рос (рис. 1.1). Однако низкий средний темп роста финансовой глубины в Беларуси по данному показателю (0,65 п. п. в год) указывает на то, что страна не использовала возможности для развития финансового сектора в процессе экономической трансформации в регионе.

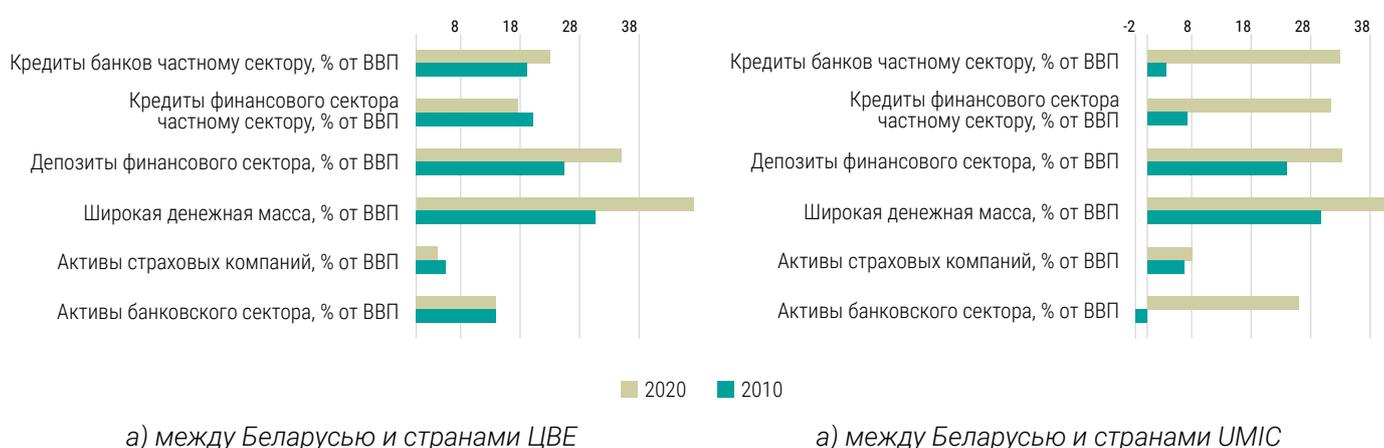
Рисунок 1.1 Соотношение начального уровня широкой денежной массы (% от ВВП) и средних годовых темпов ее прироста к ВВП (п.п.) в странах ЦВЕ и Беларуси



Источник: Собственные расчеты на основе Global Financial Development Database.

3. По большинству индикаторов развития финансового рынка сохраняется ощутимый разрыв между Беларусью и странами ЦВЕ. По ряду ключевых показателей, отражающих уровень развития финансового сектора (например, широкая денежная масса, депозиты финансового сектора, активы небанковского финансового сектора, активы страховых компаний), Беларусь показывает позитивную динамику развития, однако за 10 лет отставание почти по всем этим ключевым показателям от стран ЦВЕ и стран UMIC ещё более выросло (рис. 1.2).

Рисунок 1.2 Разрыв по отдельным показателям финансовой глубины, п.п.



Источник: Собственные расчеты на основе Global Financial Development Database.

4. По качеству финансового развития Беларусь уступает странам ЦВЕ, но близка к странам UMIC по эффективности банковской системы. Главные проблемные места белорусской финансовой индустрии с точки зрения ее качества связаны с недостаточной развитостью инструментов «длинного» заимствования, что выражается в низкой ликвидности рынка акций, в малом сроке займа корпоративных облигаций, ограниченном объеме корпоративных займов за рубежом и зачаточном состоянии рынка страхования жизни (см. табл. 1.2). По качеству развития банковского сектора Республика Беларусь гораздо ближе к усредненным показателям для стран со схожим уровнем дохода, чем к странам ЦВЕ, что вызва-

но, скорее всего, большей волатильностью индикаторов макроэкономической стабильности у Беларуси и у стран из верхней когорты среднего уровня дохода, а также схожестью институционального развития банковской сферы (нормативное регулирование, уровень человеческого капитала, техническое обеспечение). По отдельным показателям эффективности (качеству банковского портфеля или вероятности дефолта банковской системы) Беларусь выглядит даже лучше среднего результата группы стран UMIC.

Таблица 1.2 Индикаторы качества финансового сектора Беларуси, стран ЦВЕ и UMIC

	Беларусь		Среднее для стран ЦВЕ	Среднее для стран UMIC
	2010	2020	2020	2020
Индикатор ликвидности				
Объем торгов акциями, % от ВВП	-	0.01	4.24	33.6
Индикаторы диверсификации				
Объем ценных бумаг частного сектора в обращении за границей, % от ВВП	0.01	2.69**	3.28**	8.5**
Страховая премия по страхованию жизни, % от ВВП	-	0.13**	0.62**	1**
Объем факторинга, % от ВВП	-	1.02**	4.9	2.2
Доля малых фирм (5–19 занятых), которые имеют банковский кредит или заём, %	33.2*	25.1***	37.5**	28.3***
Доля фирм, которые указывают доступ к финансам как серьезное препятствие, %	32.7*	15.6***	12.9**	15***
Концентрация активов топ-5 банков, %	84.4	84.01	87.9	81.8
Индикаторы эффективности				
Средний срок займа корпоративных облигаций, лет	-	5	22.2	29.4
Соотношение объема выданных банками кредитов частному сектору к объему депозитов, %	136.4	82	75.8	98.7
Рентабельность активов банков (до налогов), ROA, %	5.16	1.98	0.74	1.2
Рентабельность капитала банков (до налогов), ROE, %	29.4	11.42	5.6	9

Чистая процентная маржа банков, %	9.91	4.15	2.9	4.5
Процентный спред между ставкой кредита и депозита, п.п.	0.13	2.52**	2.83**	6.1**
Доля плохих активов, %	3.55	4.63**	4.2**	6.4**
Банковский Z-индекс (вероятность дефолта банковской системы страны)	18.9	16.5	10	17.8

Источник: Собственные расчеты на основе Global Financial Development Database.

Примечание: * данные 2008 года; ** данные 2019 года; *** данные 2018 года.

1.2 Особенности функционирования белорусского финансового сектора

1. В белорусской кредитно-финансовой системе гипертрофированно высока роль банковского сектора. Он является «центром концентрации» сбережений, которые впоследствии распределяются банками в том числе и на другие сегменты финансового рынка. Основным инструментом сбережений для всех секторов в белорусской экономике являются банковские депозиты, тогда как прямое владение домашними хозяйствами и нефинансовыми фирмами небанковскими ценными бумагами носит ограниченный характер (более подробно см. раздел 3). Это отражает как относительно невысокую склонность экономических агентов к риску, так и институциональные ограничения для использования альтернативных инструментов сбережений. В результате банковский сектор выполняет роль не только финансового посредника между вкладчиками и заемщиками на кредитно-депозитном рынке, но и является важным посредником на рынке ценных бумаг.

2. Банковские финансовые потоки доминируют в белорусской экономике, тогда как фактическая роль рынка ценных бумаг в перераспределении ресурсов невысока. Индикаторы, характеризующие емкость и глубину рынка ценных бумаг (величины запасов), значимо превышают роль данного сегмента рынка (см. табл. 1.3). Во-первых, фактически совершаемые сделки с ценны-

ми бумагами (величины потоков) на порядок меньше, нежели потенциальная емкость рынка. Например, в сегменте рынка акций – вопреки номинально значимому показателю его капитализации – сделки, особенно в режиме свободных торгов, де-факто практически не совершаются. Объем сделок с акциями традиционно не превышает 1% от ВВП в год. Во-вторых, значительная часть долговых ценных бумаг, находящихся в обращении, тем или иным образом связана с кредитным рынком. При этом банки являются либо держателями, либо эмитентами значительной части облигаций, находящихся в обращении. Традиционно значительную долю облигаций, находящихся в обращении, представляют: облигации, эмитированные в рамках реструктуризации (потенциально) проблемных кредитов банков госпредприятий или рекапитализации госбанков; облигации, эмитированные в рамках реструктуризации задолжен-

Таблица 1.3 Индикаторы глубины отдельных сегментов финансового сектора Беларуси, % от ВВП (на конец года)

Сегмент рынка/ институт финансового посредничества	Показатель	2014			2018			2022		
		Всего	1*	2**	Всего	1*	2**	Всего	1*	2**
Банковский сектор	Треб-я к частному сектору***	26.8	12.7	14.1	37.7	19.0	18.7	34.6	21.3	13.3
Банк развития		1.7	1.4	0.2	3.5	2.0	1.5	4.7	3.3	1.4
Лизинговые компании		1.6	1.3	0.3	3.0	2.5	0.5	3.1	3.0	0.1
Рынок акций	Капитализация	18.4	18.4	NA	26.7	26.7	NA	23.8	23.8	-
	Объем сделок	0.3	0.3	NA	0.4	0.4	NA	0.1	0.1	-
Рынок облигаций	Капитализация	12.9	5.2	7.6	25.0	7.3	17.6	21.5	9.7	11.9
	Объем сделок	5.4	NA	NA	15.3	NA	NA	7.1	NA	NA
Страховые компании	Совокупные активы	1.3	NA	NA	2.0	1.2	0.9	3.1	1.0	1.0

Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка и Министерства финансов Беларуси.

Примечание: * соответствующие индикаторы в национальной валюте; ** соответствующие индикаторы в иностранной валюте; *** требования к частному сектору включают требования по активным операциям к нефинансовым организациям и физическим лицам, без учета ценных бумаг.

ности Национального банка перед коммерческими банками; собственные облигации банков (более подробно см. раздел 3). То есть они служат не инструментом для «нормальных» долговых сделок, а инструментом реформирования и реструктуризации «проблемных» кредитных сделок.

3. Важными характеристиками финансового рынка Беларуси являются высокая степень долларизации и относительно непродолжительный срок финансовых контрактов. Эти особенности финансового рынка определяются доминированием банковской системы в распределении ресурсов, которая в свою очередь зависит от характеристик своего депозитного портфеля. Поэтому предпочтения держателей депозитов оказывают существенное влияние на соответствующие характеристики всех сегментов кредитно-финансовой системы. Белорусские доноры ресурсов традиционно демонстрируют стремление ограничить макроэкономические риски своих сбережений, отдавая предпочтение депозитам, номинированным в иностранной валюте, а также предпочитая относительно короткие (до 1 года) сроки заключения финансовых контрактов. В наибольшей мере такой шаблон поведения присущ домашним хозяйствам, которые являются ключевым донором ресурсов. Вместе с тем в последние несколько лет имеет место увеличение доли депозитов в национальной валюте. Однако с учетом обстоятельств это скорее тенденция со знаком минус. Исходным триггером для нее послужил масштабный отток депозитов из банков на фоне политической турбулентности в 2020 г., а затем войны и санкций. В первую очередь домашние хозяйства изымали депозиты в иностранной валюте. Это в свою очередь вело к вынужденной дедолларизации активов со стороны банков для балансирования своей валютной позиции. Кроме того, вынужденный характер дедолларизации был обусловлен более низким спросом на

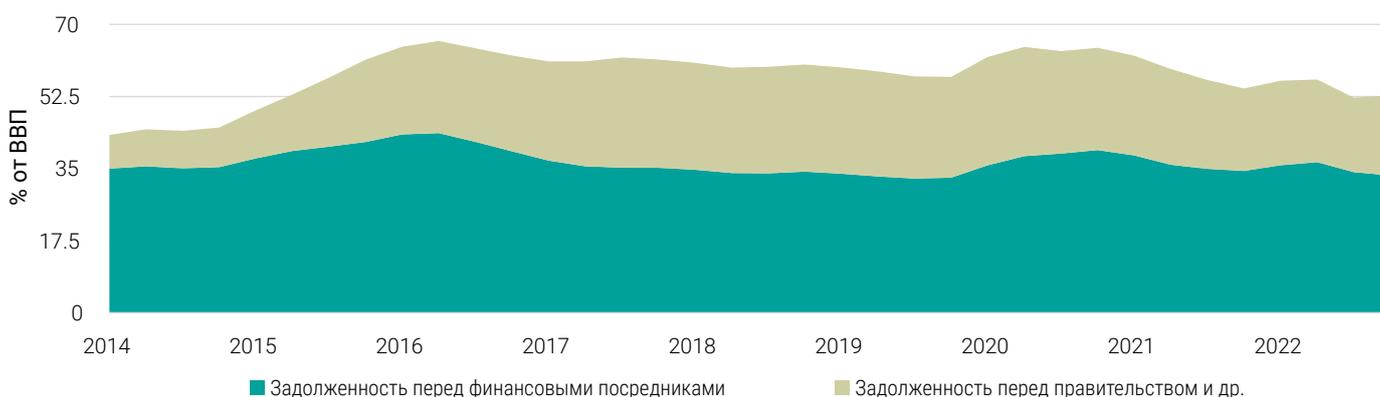
инострannую валюту в связи с трудностями зарубежных расчетов и платежей на фоне санкций в отношении широкого круга белорусских банков. В конечном итоге дедолларизация привела к сжатию масштабов финансового посредничества в последние три года. Этот эпизод демонстрирует, что для реалий Беларуси проблема долларизации может быть относительно малым злом. Дедолларизация в этих реалиях ведет к усыханию финансового посредничества и усилению других системных диспропорций в его рамках.

4. Важную роль в распределении финансовых потоков в стране принимает на себя государство. Причем государство не только воздействует на практику и механизмы кредитования регулятивным образом и через собственность в госбанках, но также и выступает непосредственным держателем значительной части долга сектора государственных коммерческих предприятий. Традиционно экономические власти оказывали свое воздействие на кредитный рынок через бюджетные ссуды, практику директивного кредитования, предоставления госгарантий, а также через функцию собственника в двух крупнейших коммерческих банках и Банке развития. После валютного шока 2014 г. ситуация существенно изменилась. С 2015 г. экономические власти стали значимо снижать объемы вновь выдаваемых бюджетных ссуд, директивных кредитов и предоставления новых госгарантий, а также повысили степень «рыночной ориентированности» государственных банков. Вместе с тем на фоне быстрого роста проблемной задолженности для предотвращения кризиса плохих долгов в 2015-2016 гг. они пошли на реструктуризацию значительной части долга по ранее выданным директивным кредитам государственным коммерческим предприятиям. Реструктуризация предполагала переход требований по соответствующим кредитам непосредственно к государству (с корректировкой ус-

ловий кредитов), а банкам взамен были предоставлены гособлигации. В результате с 2016 г. и вплоть до сегодняшнего дня прямая задолженность нефинансовых компаний перед бюджетом сопоставима по величине с их задолженностью по кредитам перед финансовым сектором (см. рис. 1.3).

5. Значимыми институциональными финансовыми посредниками – по критерию масштаба, а также универсальности оказываемых финансовых услуг – в Беларуси, помимо коммерческих банков, являются также Банк развития и сектор лизинговых компаний. Кредитная деятельность других финансовых посредников – небанковских кредитно-финансовых организаций, Агентства по гарантированному размещению банковских вкладов, Агентства по управлению активами, а также микрофинансовых организаций – ограничена в масштабах (их совокупные активы не превышают 2% от ВВП), а также имеет узкую специфическую направленность.

Рисунок 1.3 Задолженность нефинансовых компаний по кредитам и займам, % от ВВП



Источник: собственные расчеты на основе данных Белстата и Нацбанка.

Примечание: Задолженность перед правительством и другими нефинансовыми компаниями рассчитана как разница между совокупной задолженностью юридических лиц по кредитам и займам и требованиями по кредитам финансового сектора. Имеющиеся факты и данные позволяют утверждать, что доминирующая часть этой задолженности сформирована перед правительством, тогда как задолженность перед другими нефинансовыми компаниями незначительна в общей сумме.

6. Банк развития является специализированным государственным¹ финансовым институтом, деятельность которого сочетает в себе функции классического финансового посредничества с целями получения социальной отдачи на финансируемые проекты. Роль Банка развития в долгосрочном (инвестиционном) кредитовании диспропорционально высока (относительно коммерческих банков) и значима в масштабах национальной экономики. Банк развития имеет специализированный статус², дающий ему право на осуществление широкого перечня операций, относимых к банковским в соответствии с Банковским кодексом (БК), но при этом он не относится к числу коммерческих банков (банков второго уровня) в соответствии с определением БК. Вместе с тем с 2016 г. на Банк развития распространяются пруденциальные требования и нормативы банковского надзора³. Основными источниками ресурсов банка являются собственные средства (преимущественно уставный фонд), облигации, основными держателями которых являются банки и страховые компании, средства семейного капитала⁴, а также кредиты и займы банков-

¹ Правительство напрямую владеет 96.2% акций Банка развития. Другими акционерами являются государственная корпорация «Беларуськалий» (3.8%), а также Национальный банк (0.01%).

² На основании Указа № 261 от 21.06.2011 г.

³ С 2016 г. надзор за деятельностью Банка развития осуществляет Национальный банк в соответствии с общими требованиями к банкам, но в отношении Банка развития допускаются особенности, устанавливаемые Национальным банком.

⁴ В соответствии с Указом № 572 от 09.12.2014 г., в Республике Беларусь с 01.01.2015 г. установлена дополнительная мера государственной поддержки семьям при рождении, усыновлении (удочерении) третьего или последующих детей путем единовременного предоставления безналичных денежных средств в размере USD10 тыс. (семейный капитал). Средства семейного капитала размещаются на депозитных счетах в Беларусбанке, который передает их в виде межбанковского депозита в управление Банку развития. Банк развития осуществляет управление этими средствами до достижения ребенком 18 лет с последующим возвратом этих средств на счета граждан в Беларусбанке и в республиканский бюджет.

нерезидентов. Активные операции Банка развития преимущественно связаны с кредитованием в рамках государственных программ, инфраструктурных проектов, а также прочих проектов, реализация которых предполагает социальную отдачу (в той или иной форме). Важной особенностью Банка развития является доминирование в его портфеле долгосрочных (инвестиционных) кредитов, что отличает его от большинства коммерческих банков и подчеркивает специфический характер его мандата.

7. Лизинговые организации Беларуси тесно интегрированы с коммерческими банками. В период 2015-2019 гг. этот сегмент финансового рынка существенно оживился, в том числе за счет экспансии лизинговых компаний в новые для себя направления деятельности (например, финансирование недвижимости). Большинство крупнейших лизинговых компаний Беларуси являются «дочками» банков (преимущественно белорусских, но есть и дочерние компании зарубежных банков). Их основным источником ресурсов, как правило, являются вклады материнских структур в уставный фонд, а также предоставляемые ими долгосрочные кредиты. Традиционно большинство лизинговых компаний фокусируется на лизинговых операциях, связанных с приобретением машин, оборудования, транспортных средств. С момента визуализации ряда проблем банковского сектора в 2015-2017¹ гг. привлекательность финансового посредничества через лизинговые инструменты повысилась как для кредиторов, так и заемщиков. Поэтому в этот период лизинговые компании продемонстрировали высокие темпы роста своего портфеля. Например, за 2016-2018 гг. их требования к нефинансовым компаниям выросли на

¹ На фоне реоформления долгов госпредприятий и рекапитализаций госбанков.

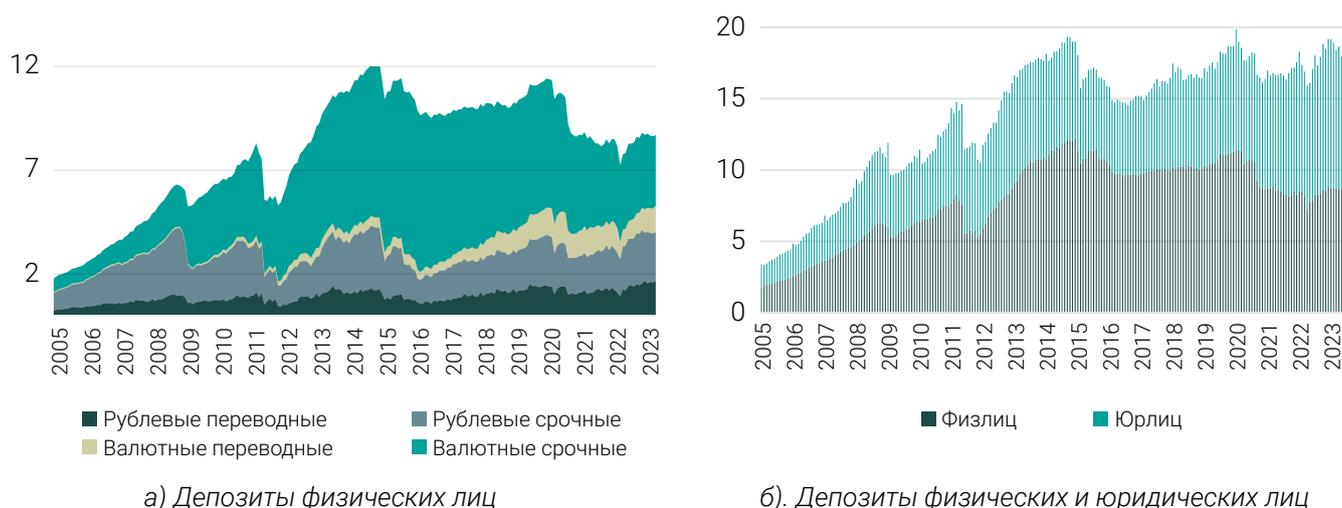
85%, тогда как требования банков лишь на 19%. Одним из факторов экспансии лизинговых компаний стало их вхождение в новые для себя сферы деятельности, например финансирование недвижимости. Важную роль в этой экспансии также сыграли законодательные новшества.

8. В период 2015-2019 гг. наблюдался существенный прогресс в области законодательного обеспечения развития финансового сектора. В 2015-2019 гг. был принят широкий перечень нормативно-правовых актов (см. разделы 3, 5, 6). Большинство из них успели оказать лишь ограниченное влияние на финансовый сектор. Однако они заложили определенный фундамент для более значимого воздействия на него в обозримом будущем. Кроме того, целый спектр нововведений в НПА имел место в области финансирования жилищного строительства (см. раздел 2.3). В целом эти нововведения были направлены на ограничение механизмов субсидирования жилищного строительства и активизации рыночных механизмов.

9. Начиная с 2020 г. финансовая индустрия вступила в черную для себя полосу. Прогресс предыдущего периода как минимум приостановился. Новая среда – влияние войны и санкций – постепенно меняет структурные характеристики сектора в худшую сторону. С началом пандемии и связанных с ней макроэкономических адаптаций (шок обменного курса, рецессия), а также ухудшающимся на этом фоне качеством активов банков финансовое доверие стало сжиматься. Это породило новый тренд – отток депозитов домашних хозяйств из банковской системы (в первую очередь срочных валютных депозитов, см. рис. 1.4а)¹.

¹ Как показано выше, именно депозиты домашних хозяйств продолжительный период являлись фундаментом, опираясь на который функционировала не только банковская система, но и вся финансовая индустрия.

Рисунок 1.4 Динамика депозитов, эквивалент USD, млрд



Источник: собственные расчеты на основе данных Нацбанка.

Этот тренд упрочился и даже стал набирать обороты: в начале за счет политической турбулентности и санкций, связанных с «выборами-2020», а затем на фоне российского вторжения в Украину и последовавших за этим масштабных санкций. «Подрыв фундамента» в модели функционирования финансовой индустрии Беларуси и новая внешняя среда запустили ряд новых трендов: делевердж и снижение глубины финансового посредничества, замещение депозитов физлиц депозитами юрлиц в ресурсной базе банков (см. рис. 1.4б); дедолларизация.

10. С 2020-2021 гг. международные финансовые институты резко снизили инвестиции в Беларусь и впоследствии практически полностью свернули свою деятельность в стране. Международные финансовые организации (МФО) стремительно наращивали объемы инвестиций в Беларусь до 2020 г. Однако пандемия коронавируса, фальсификация выборов в 2020 году обусловили постепенное сворачивание деятельности МФО в Беларуси. Впоследствии причастность Беларуси к российскому вторжению в Украину обусловила практически полное сворачивание деятельности МФО. Большинство МФО (IFC, EIB, NEFCO, KfW DEG, EBRD), работающих в Бе-

ларуси, прекратили финансирование государственных и частных проектов.

11. Последние три года в финансовой индустрии происходят существенные трансформации. Пока не очевидно, в какой степени они устойчивы и необратимы. В данной работе мы неявно подразумеваем, что институциональный и качественный дизайн финансовой индустрии до 2020 г. еще в значительной мере остается актуальным. Однако чем дольше финансовая индустрия и национальная экономика в целом будет находиться в «чрезвычайных» условиях, тем в большей мере новые тренды будут формировать новую нормальность. Пока сложно оценить, насколько описанные выше (см. п. 1.2.9-1.2.10) изменения глубоки, устойчивы и тем более необратимы. Влияние некоторых из них было, как минимум временно, купировано. Например, для ресурсной базы банковской системы в период 2021-2023 гг. отток депозитов физлиц был во многом компенсирован ускоренным притоком депозитов юрлиц (см. рис. 1.4б). Но это стало возможным в первую очередь благодаря благоприятному стечению обстоятельств, что обеспечивало вспышки внешнего спроса для белорусских производителей (на внешних рынках в 2021 г., в России после начала войны). Еще один важный источник неопределенности – трудность с объективной оценкой текущего состояния финансовой индустрии. Фактическая и документальная база для оценки ее состояния существенно сузилась и исказилась. Во-первых, существенно возросли искажения в статистике вследствие «чрезвычайных» пруденциальных и регуляторных практик в 2021-2023 гг. Поэтому многие из количественных индикаторов перестали отражать реальность. В еще большей мере проблема усугубляется в принципе закрытием большого количества данных в 2021-2023 гг. По этим причинам в данной работе мы в значительной мере фокусируемся на характеристиках финансовой системы до 2020 года.

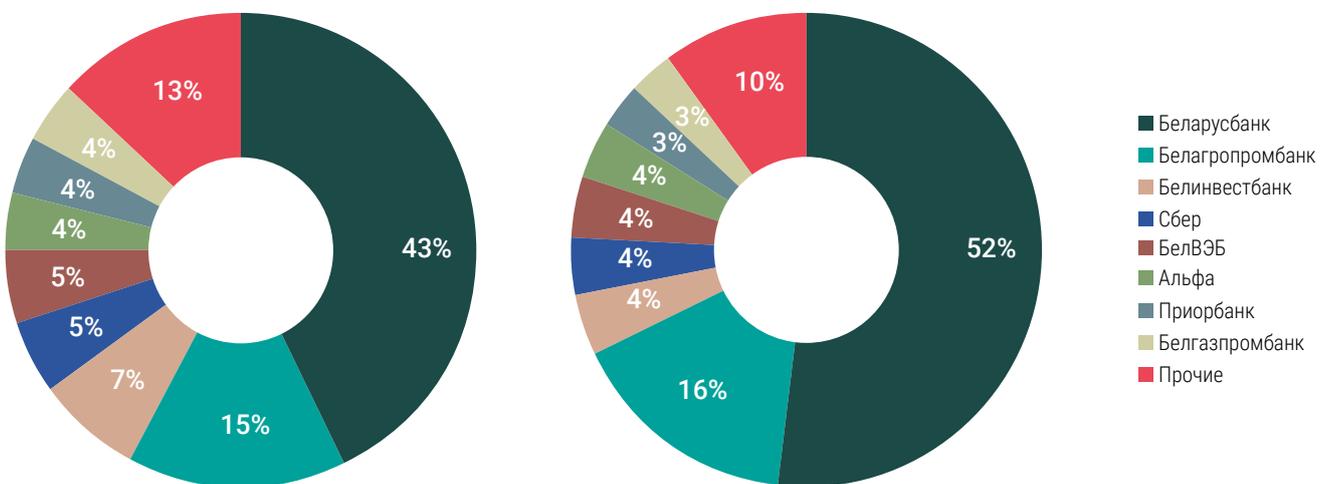
12. Специфические характеристики белорусской финансовой индустрии – гипертрофированная роль банковского сектора, устойчиво низкий уровень доверия, приводящий к заниженному уровню сбережений в финансовой системе, непродолжительным срокам финансовых контрактов и долларизации – обуславливает устойчиво низкую емкость и качественную слабость сегментов рынка капитала («длинных» денег). Это в свою очередь накладывает отпечаток на институциональный дизайн экономики и макроэкономической политики. Системно испытывая недостаток «длинных» ресурсов, фирмы пытаются искать неконвенциональные решения, а экономические власти искусственно «выжать» максимум длинных ресурсов из финансовой индустрии. В результате формируется соответствующий порочный круг. Эта особенность обуславливает повышенное внимание к сегментам рынка капитала в рамках данной работы.

Финансовые посредники

2.1 Обзор сектора коммерческих банков

1. Банковский сектор Беларуси имеет высокую степень концентрации. На долю крупнейших 5 банков приходится около 70-75% капитала и активов всей банковской системы. На долю 2 крупнейших банков – государственных Беларусбанка и Белагропромбанка – приходится около 50% капитала, активов и пассивов банковской системы. Пассивы и структура требований по кредитам в разрезе банков представлены на рис. 2.1.

Рисунок 2.1 Пассивы и требования по кредитам в разрезе банков на 01.10.2022 г.



1а. Ресурсная база

1б. Требования по кредитам

Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка

2. Ресурсная база банковской системы долгие годы стагнирует в диапазоне эквивалента USD35-40 млрд¹, демонстрируя в рамках этого диапазона периоды роста и падения. Основным источником ресурсов банков в последние годы стали депозиты юридических лиц. Последние 10 лет ресурсная база в долларовом эквиваленте в рамках указанного выше диапазона демонстрирует последовательно сменяющиеся циклы роста и падения, которые вместе сводятся в длительную стагнацию. Еще более явной стагнация (и даже некоторое снижение) емкости ресурсной базы становится через ее учет в качестве доли от ВВП: последние годы она колеблется в диапазоне 55-60% от ВВП, при пиковых значениях в 2017-2018 гг. около 67-70% от ВВП. До 2020 г. колебания ресурсной базы (в долларовом измерении) были обусловлены в основном регулярными валютными потрясениями. Скачки обменного курса как напрямую снижали долларовый эквивалент рублевой части ресурсной базы, так и провоцировали отток долларовых депозитов. По мере нейтрализации валютной турбулентности ситуация постепенно возвращалась к исходному состоянию. Постоянная экономическая турбулентность с 2020 г. привела к более серьезным, в том числе качественным изменениям. Отток ресурсов из банковской системы – прежде всего физлиц – стал устойчивым и масштабным и в каком-то смысле (в некоторой части и на определенный период) безвозвратным. Это обусловило значимое сжатие ресурсной базы в 2021-2022 гг. Позднее, в 2022 г., эти потери были компенсированы депозитами юрлиц, многие из которых в 2022 г. улучшили свое финансовое положение за счет привлекательной внешней ценовой конъюнктуры. За счет этого ресурсная база продемонстрировала эпизод роста. Однако более важным в этой

¹ Динамику ресурсной базы в относительном выражении (в силу эквивалентности с величиной совокупных активов) см. на рис. 2.6.

ситуации представляется факт смены депозитов физлиц на депозиты юрлиц в качестве основного источника ресурсной базы. На будущее это сулит новые структурные барьеры для перспектив роста ресурсной базы, а также делает ее весьма уязвимой и зависимой от финансового состояния нефинансовых фирм. Структура ресурсной базы банков представлена на рис. 2.2.

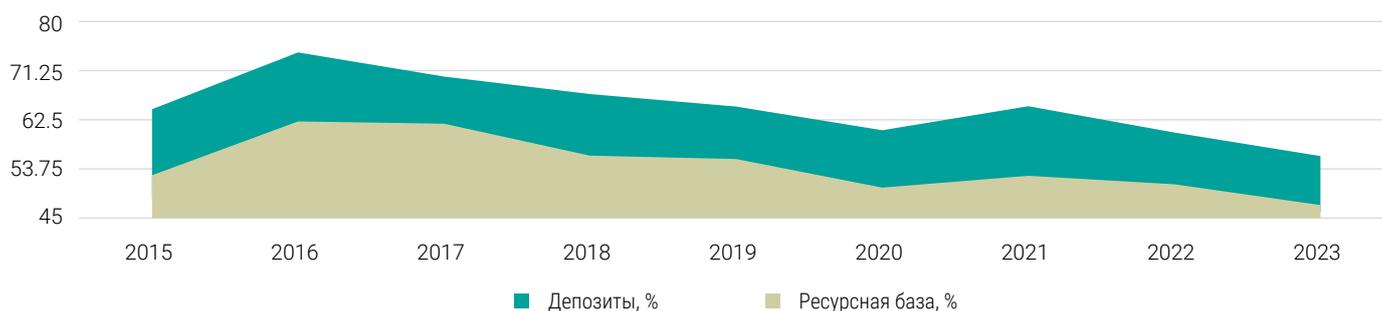
3. Банковским депозитам традиционно присуща высокая степень долларизации, что обуславливает высокую долю валютной составляющей во всей ресурсной базе банков. В последние годы имеет место устойчивая дедолларизация (см. рис. 2.3), но ее причины и последствия очень противоречивы. Ключевыми причинами, обуславливающими высокий уровень долларизации депозитов, являются значительная реальная долларизация (долларизация цен и заработных плат), а также недостаточный уровень доверия к монетарной политике на фоне «свежей памяти» высокой инфляции и девальвации. В этих условиях банки вынуждены рассматривать долларизацию депозитов как заданное условие и не имеют существенных возможностей для изменения такого статус-кво. Стоит отметить, что в последние три года уровень финансовой долларизации стал медленно снижаться, что является отражением достаточно радикальных

Рисунок 2.2 Структура пассивов банков, %



Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка.

Рисунок 2.3 Доля валютной составляющей в депозитах и ресурсной базе банков, %



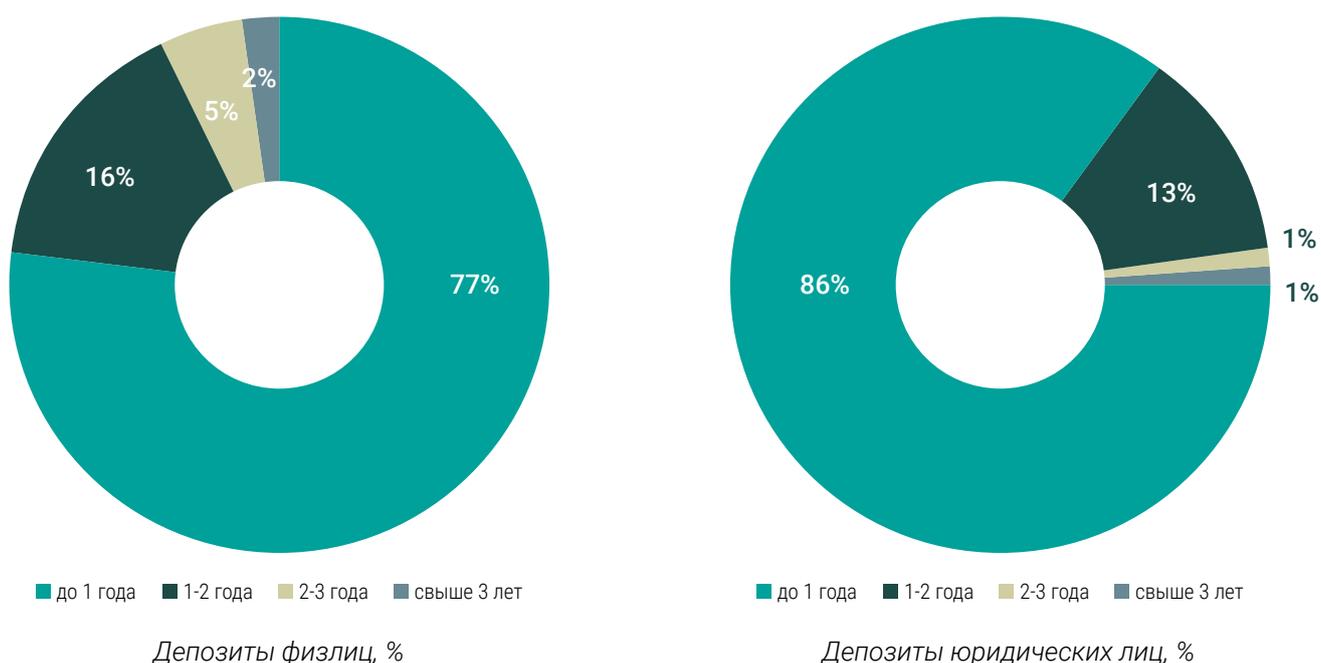
Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка.

действий монетарных властей по дестимулированию депозитов в иностранной валюте (для этого используются нормативы обязательного резервирования, нормативы пруденциального регулирования, а также механизмы налогообложения доходов от депозитов).

Снижение уровня долларизации ресурсной базы и депозитов в 2021-2023 гг. имеет весьма противоречивый характер и как минимум не является безусловно позитивной тенденцией. Во-первых, оно тесно связано с подрывом доверия населения к банковской системе и масштабным оттоком валютных депозитов (см. п. 1.2.9). С этой позиции дедолларизация во многом является синонимом сжатия емкости банковской системы и ее потенциала. Во-вторых, еще одним двигателем дедолларизации стали санкции, которые обусловили уход из белорусских банков части ресурсов западных банков, а также парализовали для многих банков возможность нормального оперирования с иностранными валютами. В результате многие банки нацелены на сжатие и отказ от пассивов в иностранной валюте. С этой позиции дедолларизация является следствием и одним из проявлений изоляции белорусской банковской системы от глобальной. В таких условиях стремительная дедолларизация последних лет — скорее, негативный тренд.

4. В структуре депозитов, которые привлекают белорусские банки, доминируют краткосрочные (до 1 года) депозиты. В случае фирм доминирование краткосрочных депозитов имеет во многом естественный характер, так как большая часть их средств остается на текущих и расчетных счетах (переводные депозиты). В случае домашних хозяйств доминирование краткосрочных вкладов (на фоне неразвитости других инструментов сбережений) во многом отражает устойчивое недоверие банковской системе, экономической политике, свежую память и рассматриваемые как весьма вероятные в будущем инфляционные и девальвационные потрясения. В период до 2020 г. имела место тенденция пускай и очень незначительного роста доли долгосрочных депозитов (во многом за счет повышенных ставок на безотзывных долгосрочных депозитах). Однако в нынешних условиях эта тенденция перестала быть актуальной. Структура депозитов, привлеченных банками в 2022 г., по срокам представлена на рис. 2.4.

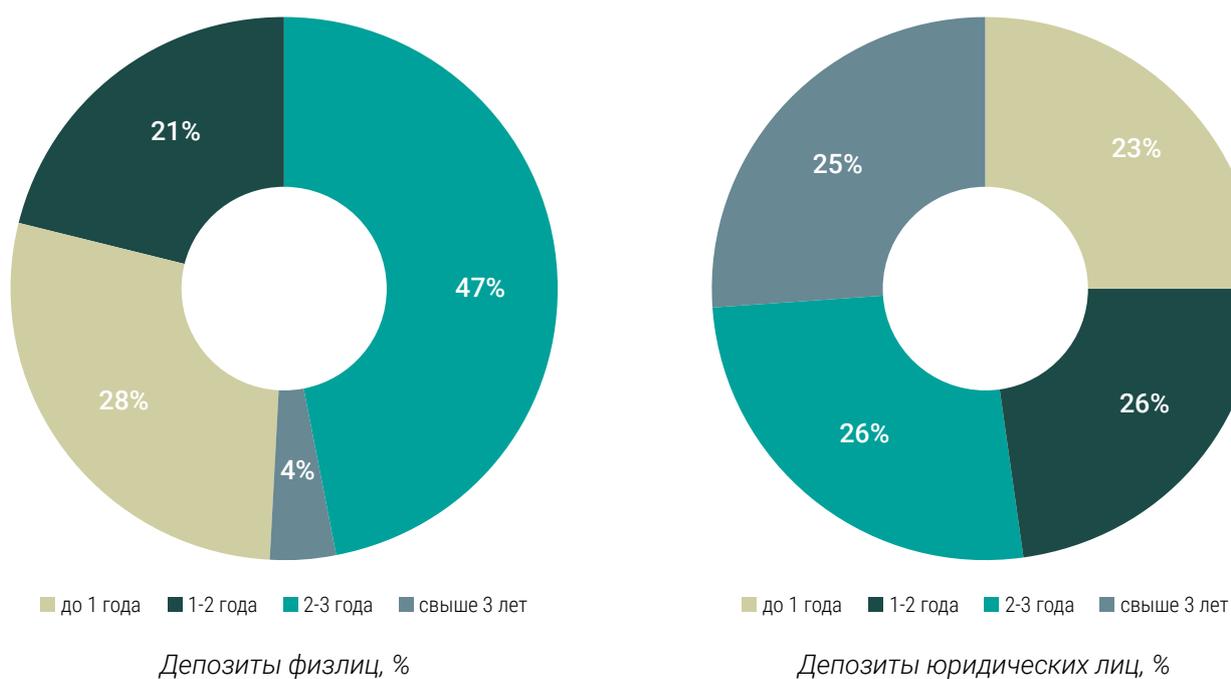
Рисунок 2.4. Структура привлеченных депозитов банков в 2022 г. по срокам, %.



Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка.

5. Проблемы высокой долларизации и непродолжительные сроки депозитов накладываются друг на друга, приводя к закономерности: больший срок финансового контракта повышает вероятность его долларизации (см. рис. 2.5). С учетом тренда на дедолларизацию (специфического и противоречивого, см. п. 2.1.3) последних лет корреляция между долларизацией и сроком вкладов ослабла, но тем не менее остается достаточно высокой и наглядной, особенно в сегменте физических лиц¹. Указанная закономерность является серьезным вызовом для перспектив развития рынка капитала в стране.

Рисунок 2.5 Доля валютных депозитов в зависимости от его срока в 2022 г., %.

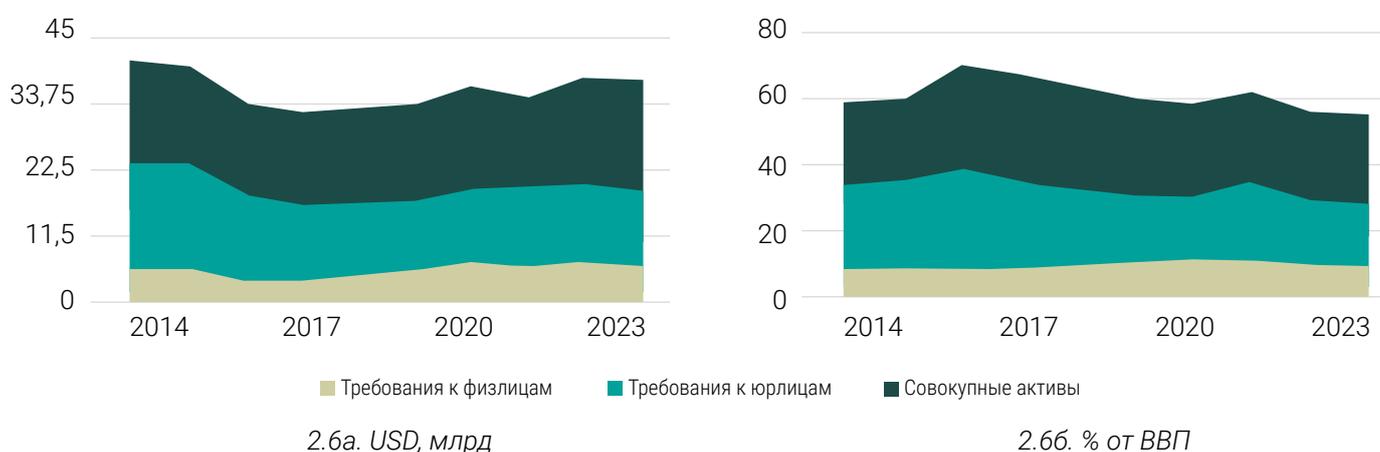


Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка.

¹ Доля валютной составляющей в 4% для вкладов свыше 3 лет обусловлена тем, что практически все эти средства представлены специфическим нерыночным инструментом – семейным (материнским) капиталом, параметры которого задают власти. Семейный капитал начисляется со стороны государства семьям при рождении третьего и последующего ребенка в национальной валюте и не может быть конвертирован в иностранную валюту по желанию обладателя.

6. Активы банков в последние годы стагнируют, демонстрируя краткосрочные рывки роста или эпизоды сжатия (см. рис. 2.6). Периоды роста, как правило, связаны с ослаблением валютной турбулентности, активным кредитованием физлиц (относительные показатели кредитной задолженности которых заметно уступают странам со сопоставимым уровнем дохода). В отношении кредитования юрлиц устойчивых закономерностей меньше. Приобретшая для Беларуси хронический характер проблема низкого качества пула заемщиков – на фоне потребности в кредитах преимущественно уже за кредитованных и/или проблемных государственных предприятий – структурно сдерживает кредитную активность банков в этом сегменте и приводит к различным паттернам поведения банков в зависимости от текущей конъюнктуры. К всплескам кредитования может привести (с определенным лагом) улучшение внешней конъюнктуры, сопровождаемое улучшением финансового состояния заемщиков, стимулирование кредитования со стороны экономических властей, скопление избытка ликвидности при ограниченных возможностях проведения активных операций на других сегментах кредитного рынка. Турбулентность на валютном рынке, ухудшение внешней конъюнктуры оперативно приводят к усушке требований

Рисунок 2.6 Динамика активов банков и их ключевых элементов, USD млрд и % от ВВП.

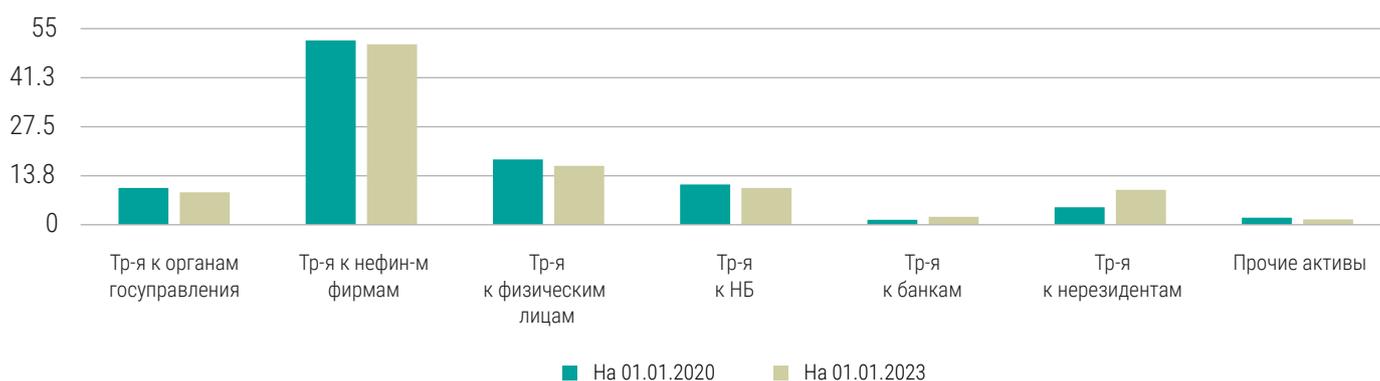


Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка.

банков к физлицам. Кроме того, последние годы сильное влияние на этот элемент активов оказывают различные механизмы, задействуемые экономическими властями по избавлению от проблемных активов в банковском секторе. Такая логика в последние 10-15 лет создала замкнутый круг, в рамках которого стагнируют банки.

7. В структуре активов банков доминируют требования по кредитам к нефинансовым предприятиям и физическим лицам (см. рис. 2.7). Другими значительными статьями активов являются требования к правительству и Национальному банку. Значительная часть требований к правительству (в виде государственных ценных бумаг) связана с реструктуризацией кредитов госпредприятиям, которая стала активно применяться с 2015 г. Кроме того, в предыдущие годы экономические власти активно прибегали к аккумуляции иностранной валюты через размещение своих внутренних валютных облигаций, основными покупателями которых становились коммерческие банки.

Рисунок 2.7 Структура активов коммерческих банков, %.



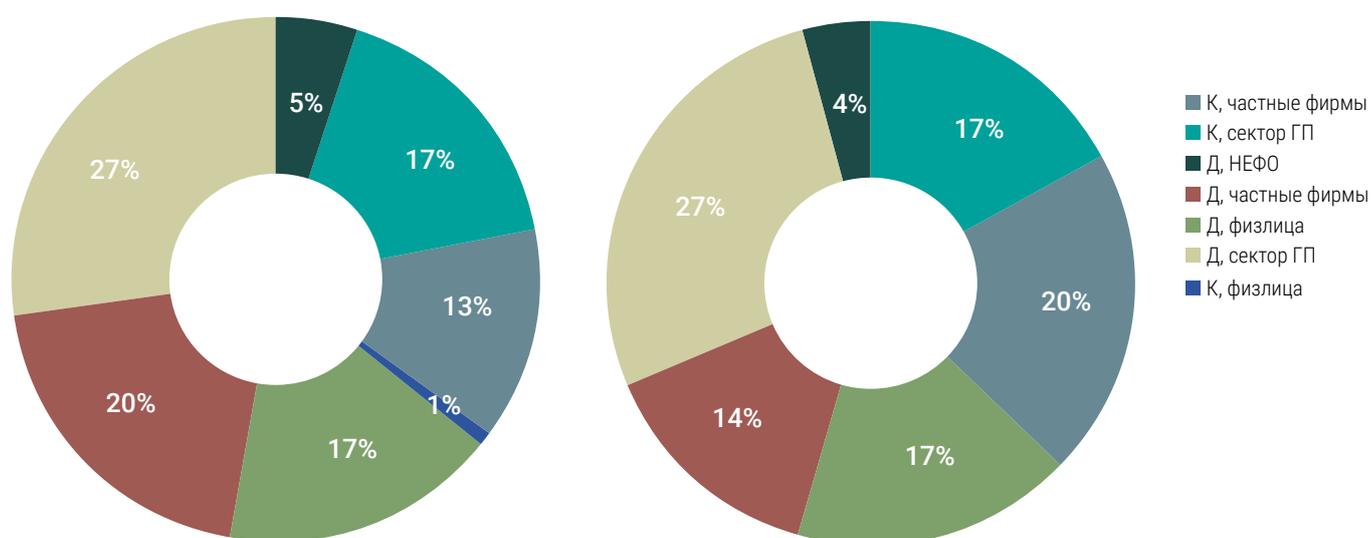
Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка.

8. По срокам структура кредитов банков значительно отличается от структуры депозитов доминированием долгосрочных контрактов. Устойчиво не менее 60% кредитного портфеля приходится на долгосрочные кредиты. В составе долгосрочных кредитов доминируют кредиты

физлицам (преимущественно на жилье), а также долгосрочные кредиты государственным и частным нефинансовым фирмам. Структура кредитного портфеля банков по срокам и видам заемщиков представлена на рис. 2.8.

9. Во вновь выдаваемых кредитах доля долгосрочных кредитов в последние 7-8 лет ощутимо снизилась. Главным образом это происходит за счет сегмента юридических лиц, что связано с меньшей интенсивностью стимулирования экономическими властями инвестиций в основной капитал. Соответственно, банки, сталкиваясь с меньшим директивным давлением по предоставлению кредитов на инвестиционные проекты, на натуральной основе выдают таких кредитов меньше. Вместе с тем в сегменте физических лиц средний срок предоставления новых кредитов остается относительно продолжительным (за счет жилищных кредитов), что связано с активным оперированием банков на этом сегменте. Причем в последние годы такая активность ассоциируется с меньшими директивными «подпорками». Распределение выданных новых кредитов по срокам представлено на рис. 2.9.

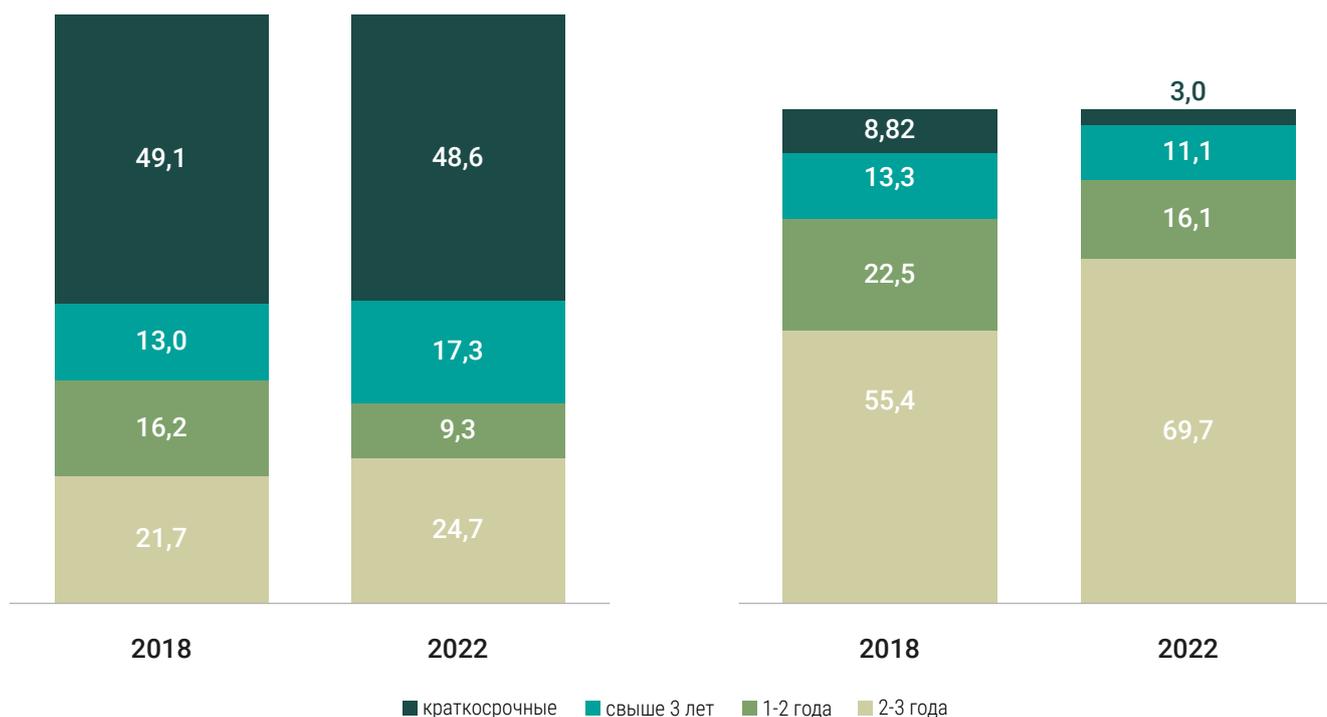
Рисунок 2.8 Структура требований банков по кредитам, по срокам и видам заемщиков, %.



Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка.

Примечание: К – краткосрочные (менее 1 года), Д – долгосрочные (1 год и более); сектор ГП – сектор госпредприятий, НЕФО – небанковские финансовые организации.

Рисунок 2.9 Структура вновь предоставленных кредитов по срокам, %



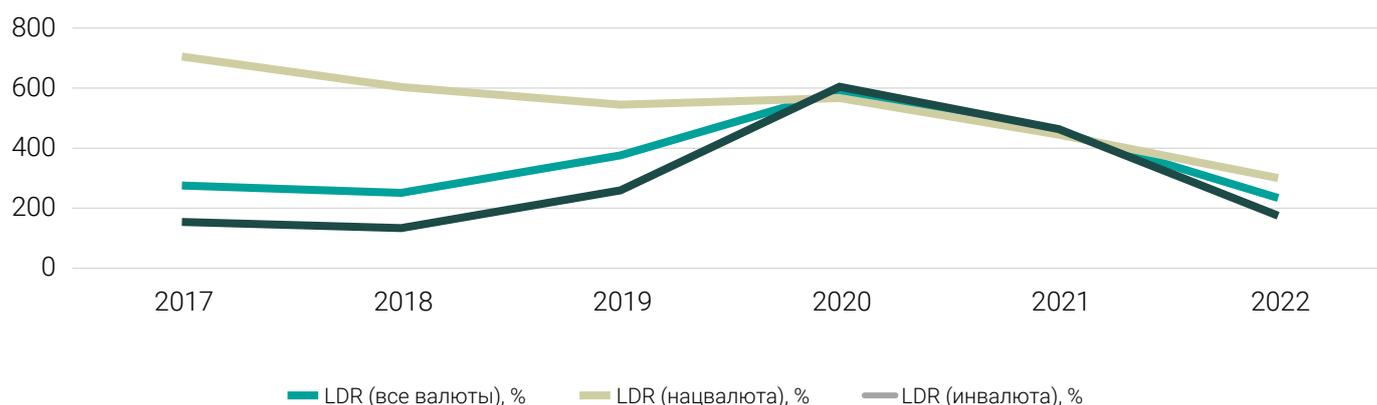
2.9а. Кредиты физлицам, %

2.9б. Кредиты юридическим лицам, %

Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка.

10. Долгосрочные кредиты в портфеле банков ощутимо превышают долгосрочные депозиты, что является дестабилизирующим фактором с точки зрения ликвидности банков. Значения коэффициента LDR (loans to deposits ratio) для долгосрочных кредитов и депозитов (этот коэффициент используется для оценки долгосрочной ликвидности банков) традиционно находятся в очень высоком диапазоне (см. рис. 2.10). Такая картина является свидетельством структурного недостатка «длинных» ресурсов у банков, которые (под воздействием экономических властей или же по другим соображениям) идут на избыточную трансформацию сроков имеющихся ресурсов при совершении активных операций. Снижение данного коэффициента (для национальной валюты) в последние годы связано с ослаблением практики избыточного стимулирования инвестиционного кредитования со стороны властей и формирования на этом фоне структурного избытка ликвидности в банковской системе. Снижение LDR в иностранной валюте отражает специфическую дедол-

Рисунок 2.10 Коэффициент LDR для долгосрочных кредитов и депозитов, %.

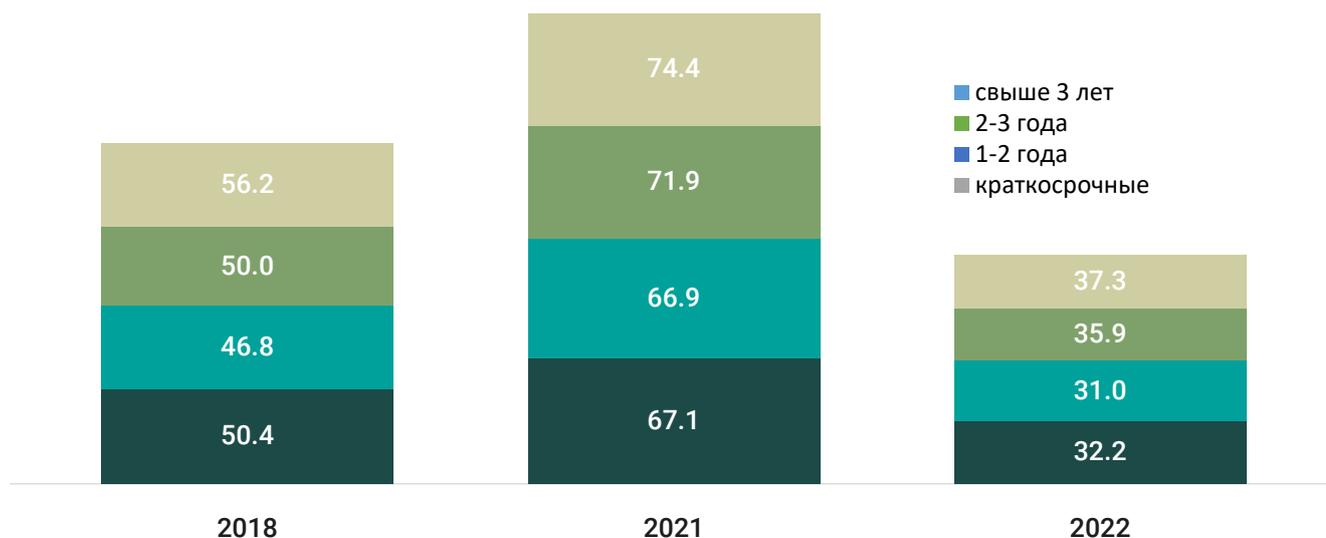


Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка.

ларизацию в последние годы (см. п. 2.1.3). Вместе с тем, несмотря на ощутимое снижение, он по-прежнему остается в высоком диапазоне, свидетельствующем об актуальности проблемы ликвидности и слабости долгосрочного фондирования национальной банковской системы.

11. Со стороны активов проблема долларизации зеркально отражает пассивную сторону баланса банков. Банки, функционируя при статус-кво доминирования валютных депозитов и ограничивая принятие на себя валютного риска, склонны предоставлять значительную долю кредитов в иностранной валюте. Такая логика предопределяет долларизацию кредитов за счет кредитования юридических лиц (см. рис. 2.11), поскольку законодательно кредитование физических лиц возможно лишь в национальной валюте. До 2020 г. примерно 50% вновь выдаваемых кредитов юрлицам были валютными (на рис. 2.9 – 2018 год репрезентативный для того периода). После нового витка валютной турбулентности в 2020-2021 гг. случился очередной эпизод резкого усиления долларизации кредитов. В 2022 г. ввиду вынужденной дедолларизации (см. п. 2.1.3) доля валютных кредитов резко сократилась. Это в моменте изменило долгую и устойчивую закономерность, предполагающую, что долларизация депозитов ведет к долларизации кре-

Рисунок 2.11 Доля валютных кредитов юридическим лицам в зависимости от срока, %.



Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка.

дитов. С 2022 г., наоборот, сжатие кредитования в валюте стало обуславливать дедолларизацию пассивов (в основном через выдавливание срочных депозитов физлиц в иностранной валюте из банковской системы). Однако ввиду противоречивости и ненатуральности имеющей место дедолларизации пока такой статус-кво вряд ли стоит принимать как новую норму.

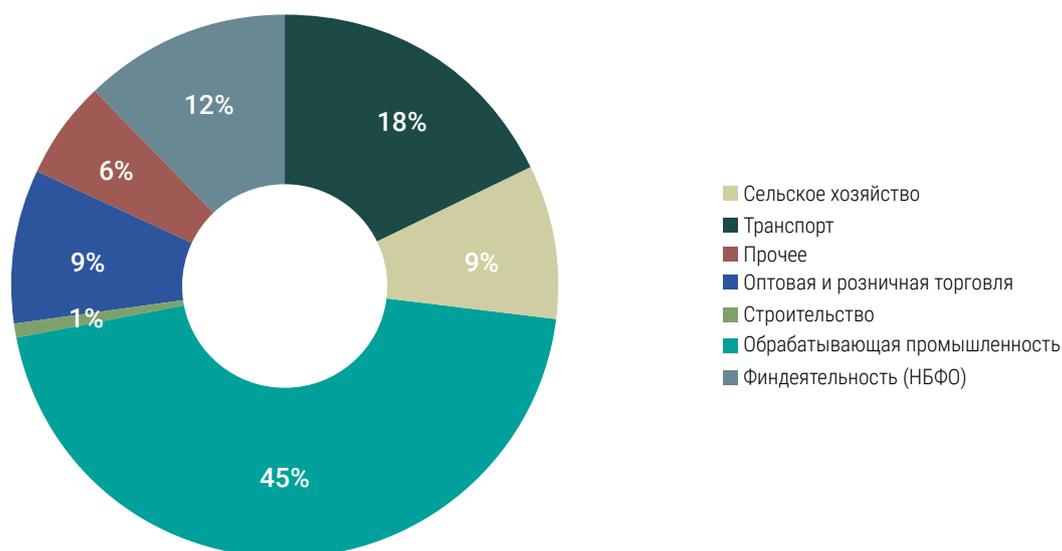
2.2 Инвестиционное кредитование, проектное финансирование и финансирование недвижимости в белорусских банках

1. Основными механизмами участия белорусских банков в долгосрочном финансировании являются кредиты, связанные с пополнением основного капитала фирм (инвестиционные кредиты), а также с финансированием жилой недвижимости (жилищные кредиты). Причем особенности организации данных сделок – роль банка и характер его участия в сделке, вид используемого обеспечения – не позволяют классифицировать такие кредиты, соответственно, как проектное финансирование и ипотечное кредитование.

2. В рамках инвестиционного кредитования сделки оформляются как традиционный банковский кредит, ключевой особенностью которого является длительный срок кредитования. Отдельные белорусские банки предлагают возможность осуществления проектного финансирования, но де-факто указанные предложения представляют собой обычное инвестиционное кредитование. Предложение инвестиционных кредитных продуктов предоставляет большинство белорусских банков. Как правило, такие продукты подразумевают заключение обычного кредитного договора, обеспечением по которому является преимущественно залог имущества. Дополнительным требованием банков в рамках процедуры оценки кредитоспособности по инвестиционным кредитам является наличие бизнес-плана проекта. Важным фактором инвестиционного кредитования является срок сделки. Инвестиционные кредиты большинства коммерческих банков ориентированы на сроки до 7-10 лет. На этом фоне выделяются инвестиционные кредиты Банка развития, которые допускают сроки кредитования до 15 лет.

3. Задолженность по инвестиционным кредитам фирмам составляет около 48% (BYN 21.8 млрд на 01.01.23) всего кредитного портфеля банков, но при предоставлении новых кредитов роль инвестиционного кредитования ниже (см. пп. 2.1.8-2.1.9). При этом за последние годы доля инвестиционных кредитов фирмам ощутимо просела. До 2020 года она устойчиво находилась в диапазоне 60-70% всего кредитного портфеля банков. Проседание последних лет объясняется устойчивым инвестиционным спадом, ослаблением директивного давления на банковский сектор (по выдаче инвестиционных кредитов) со стороны экономических властей, реструктуризацией значительных объемов ранее выданных инвестиционных кредитов (которые оказались в той или иной степени проблемными и были вынесены с балансов банков), а также переносом значительной

Рисунок 2.12 Структура заемщиков по инвестиционным кредитам по видам экономической деятельности, %.



Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка.

части бремени по инвестиционному кредитованию на Банк развития. Основными бенефициарами инвестиционных кредитов, предоставляемых банками, являются компании обрабатывающей промышленности, а также торговли. Структура инвестиционных кредитов по видам заемщиков представлена на рис. 2.12.

4. Важную роль в инвестиционном кредитовании играет Банк развития. Это связано с его мандатом на предоставление кредитов в рамках государственных программ и мероприятий (которые, как правило, являются долгосрочными). В рамках потока всех новых кредитов в национальной экономике сроком более 3-х лет примерно треть генерируется Банком развития. Последние полноценные данные по деятельности Банка развития доступны лишь за 2020 г. (см. табл. 2.2)¹.

¹ С 2021 г. (что, вероятно, связано с санкциями) Банк развития перестал публиковать свою отчетность, ограничивая информацию для публики отдельными показателями, причем на нерегулярной основе.

Таблица 2.2 Инвестиционное кредитование Банка развития и его роль в национальной экономике

Инвестиционные кредиты Банка развития:	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
% от инвестиций в основной капитал в целом по экономике	2.3%	4.3%	4.9%	4.6%	6.0%	5.0%	7.2%
% от инвестиций в основной капитал, профинансированных банками и Банком развития	7.8%	20.0%	30.4%	22.5%	27.2%	22.6%	34.2%
Активы Банка развития:							
% от активов банковской системы	--	--	8.2%	9.2%	10.7%	11.8%	12.9%
% от ВВП	--	--	5.6%	5.8%	6.4%	6.9%	7.9%
Все формы финансирования экономики Банком развития (поток за год):							
% от ВВП	--	--	--	1.7%	2.1%	1.9%	2.7%

Источник: Банк развития.

Однако имеющиеся отдельные индикаторы или же косвенные данные позволяют полагать, что в последние 2-3 года доля инвестиционных кредитов, которые приходятся на Банк развития, лишь увеличивается. Более того, экономические власти периодически указывают на намерения в еще большей мере сделать этот институт едва ли не специализированным центром инвестиционного кредитования в национальной экономике. Основные направления инвестиционных кредитов в Банке развития связаны с инвестициями в инфраструктуру и сельское хозяйство (см. табл. 2.2).

5. Применение классических форм проектного финансирования для банков в качестве кредиторов крайне затруднительно в силу жестких требований к нормативам безопасного функционирования банков в части совершения операций, подверженных кредитному риску. В банковском законодательстве Беларуси отсутствуют нормы, касающиеся особенностей проектного финан-

сирования. Согласно стандартным подходам, обеспечение по таким кредитам в виде доходов, генерируемых в процессе реализации проекта, признается неликвидным и требует применения повышенных дисконтов. Это приводит к оценке кредитной задолженности в рамках такого финансирования как недостаточно обеспеченной или необеспеченной и отнесению таких активов к высокой группе риска, необходимости формирования значительных специальных резервов на покрытие возможных убытков, а также негативно влияет на один из ключевых нормативов безопасной деятельности банков – норматив достаточности капитала.

6. Вовлечение банков в проектное финансирование будет затруднено до тех пор, пока в законодательстве не будет закреплено четкое определение проектного финансирования и не урегулирован ряд процедурных вопросов по снятию или корректировке отдельных пруденциальных ограничений для банков. Кроме того, в законодательстве должны найти отражение такие вопросы, как предоставление гарантий кредиторам (например, невозможность инициирования экономической несостоятельности специальной финансовой организации (SPV) до погашения привлеченных сумм финансирования), распределение рисков между участниками и др. Вопрос участия банков в проектом финансировании связан также с развитием в стране механизма государственно-частного партнерства (см. раздел 2.4Б).

7. Кредитование банками является основным механизмом финансирования строительства и приобретения жилья (помимо собственных средств домашних хозяйств). Причем в последние периоды возрастает роль жилищных кредитов, предоставляемых на рыночных условиях. Вплоть до недавнего времени доминирующая доля жилищных кредитов была связана с механизмами льготного кредитования (см. раздел 2.3). Однако на фоне изменений

Таблица 2.3 Жилищное строительство и источники его финансирования

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Введено жилья, всего (тыс. м ²)	5 522	5 058	4 286	3 793	3 966	4 062	4 156	4 387	4226
В том числе за счет, в %									
Средств консолидированного бюджета, %	7.2	4.6	4.8	4.0	4.9	4.9	6.5	5.0	7.4
Собственных средств юридических лиц, %	4.3	5.6	8.9	7.9	6.4	4.8	6.7	11.0	6.3
Собственных средств физических лиц, %	50.9	61.0	61.0	68.5	59.4	54.5	54.5	54.9	58.5
Кредитов банков (в т.ч. льготных), %	34.1 (32.8)	25.0 (24.0)	19.8 (18.9)	13.0 (11.2)	22.0 (9.7)	26.8 (7.5)	25.5 (5.1)	23.7 (4.7)	23.6 (5.5)
Прочее, %	3.5	3.8	5.5	6.6	7.3	9	6.8	5.4	4.2

Источник: Банк развития.

в законодательстве, регулирующем льготное кредитование, и сокращения объема ресурсов, направляемых на директивное жилищное кредитование, а также снижения реальных процентных ставок в 2018 г. ощутимо возросла роль рыночного жилищного кредитования¹ (см. табл. 2.3).

8. В 2016-2017 гг. система кредитования жилья пережила значимые изменения – механизмы кредитования за счет льготных ресурсов были существенно пересмотрены. Это привело, с одной стороны, к несколько большей прозрачности. С другой стороны, объемы нового жилищного кредитования стали снижаться, особенно в долларовом эквиваленте, а рост соответствующей кредитной задолженности существенно замедлился (см. рис. 2.13). Обновленная система жилищного кредитования и его льготирования формально обуславлива-

¹ При этом для бенефициаров таких кредитов зачастую используется новая форма государственной поддержки – жилищная субсидия (см. раздел 2.3 и п. 2.3.4).

ет радикальное снижение роли льготных кредитов (см. рис. 2.13а). Хотя де-факто льготирование (в видоизмененных формах, в основном через субсидии, см. раздел 2.3) по-прежнему является одним из столпов всей системы. Тем не менее существующая среда позволяет большинству банков, на которые не возлагается директивная нагрузка по льготированию, рассматривать данный сегмент как рыночный и предлагать на нем инструменты по своему усмотрению. Поэтому в «хорошие» времена банки активизируют предложение на данном сегменте, тем самым оживляя сегмент поверх уровня, предопределяемого льготными механизмами. В периоды же повышенных рисков или актуализации дефицита длинных ресурсов объем кредитования недвижимости резко сокращается. В результате хоть сегмент жилищных кредитов и является достаточно важным для банковской системы, он остается слабо развитым как качественно, так и с точки зрения своей емкости.

Рисунок 2.13 Динамика жилищного кредитования

2.136 Предоставление новых жилищных кредитов в разрезе льготных и рыночных условий кредитования, BYN млн



Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка и оценок объемов льготных кредитов.

Примечание: данные по кредитованию на льготных условиях являются оценочными на основе ежегодных заданий по финансированию жилья, утверждаемых Советом министров.

2.136 Динамика жилищного кредитования физлиц, USD млн



Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка.

Примечание: *поток за год; **запас на 01.01 следующего года за отчетным.

9. Особую роль в системе жилищного строительства исполняет Беларусбанк. Традиционно, в зависимости от общей макроэкономической конъюнктуры и фазы цикла в сегменте жилищного кредитования, доля данного банка в объеме выданных жилищных кредитов колеблется от 50% до 70%. Его доминирующая роль на данном сегменте рынка связана с тем, что он являлся (является) основным субъектом предоставления льготных жилищных кредитов, которые долгий период доминировали в системе жилищного кредитования. Кроме того, лидирующие позиции данного банка в сегменте связаны с его масштабом, а также доминированием на рынке депозитов. Последнее, по сравнению с другими банками, дает ему больше возможностей (в абсолютном выражении) для трансформации ресурсов по срокам и предоставления долгосрочных кредитов за счет собственных средств.

10. Доминирующие механизмы предоставления жилищных кредитов не позволяют классифицировать их как ипотечные. Основной формой обеспечения по жилищным кредитам является поручительство физических лиц. Ипотека в подавляющем большинстве случаев используется банками лишь в качестве дополнительного обеспечения к поручительству. Стоит отметить, что в тех случаях, когда ипотека выступает в качестве дополнительного обеспечения по кредиту, право залогодержателя, как правило, удостоверяется лишь соответствующим договором, без использования закладной (хоть такая возможность имеется в соответствии с Законом «Об ипотеке»). Отсутствие закладной для удостоверения права залогодержателя в еще большей мере ограничивает возможности использования классических механизмов, присущих ипотечному кредитованию.

11. Основными причинами слабого задействования классических механизмов ипотечного кредитования в Беларуси являются: де-факто ограниченные права за-

логодержателей на обращение взыскания на имущество в ипотеке; правовые коллизии в связи объекта капитального строительства и земельного участка, на котором он находится; пробелы в системе учета прав собственности и ипотеки на объекты недвижимого имущества; неблагоприятные макроэкономические условия (Беларуси была присуща высокая и нестабильная инфляция и высокие процентные ставки).

12. Дополнительный стимул для «запуска» механизма ипотечного жилищного кредитования был придан указом «Об ипотечном жилищном кредитовании» № 130 от 16.04.2020. Однако он привел лишь к относительно незначительному по масштабу задействованию классических ипотечных механизмов кредитования. Это, вероятно, обусловлено сохраняющейся относительной доступностью инструментов, связанных с льготированием и возможностью приобретения строящегося жилья, что пока обладает большей привлекательностью и «привычностью» на белорусском рынке. Кроме того, новый законодательный пласт для ипотечного кредитования появился в момент высокой экономической и политической турбулентности, которые обусловили в целом стагнацию рынка жилья.

В соответствии с этим указом, в ипотеку приобретается только готовое жилье (зарегистрированное в установленном порядке), в том числе на вторичном рынке жилой недвижимости; ипотека по кредитным договорам на приобретение жилья возникает не из договора, а в силу указа; допускаются иные способы обеспечения обязательств по кредитному договору, который обеспечен залогом (ипотекой) жилья; сделки с жильем, находящимся в залоге (ипотеке) у банков до прекращения кредитного обязательства третьими лицами (за исключением банков залогодержателей, а также обращения взыскания и наложения обременений на жилье в рамках исполни-

тельного производства) не допускается; упрощенная регистрация залога (банк сам направляет территориальным организациям по государственной регистрации недвижимого имущества, прав на него и сделок с ним необходимую информацию); обращение взыскания на жилье, находящееся в залоге (ипотеке), возможно только в случае неисполнения обязательств по кредитному договору более десяти процентов от суммы договора и периода просрочки исполнения обязательств более трех месяцев; предоставление отсрочки кредитополучателям в погашении задолженности по кредиту, включая проценты за пользование кредитом, в случаях призыва на военную службу, увольнения с основного места работы, длительной болезни, находящимся в отпуске по уходу за ребенком, включая супругов после рождения второго и последующих детей.

2.3 Механизмы субсидирования долгосрочного финансирования банков

1. Система субсидирования жилищного кредитования в Беларуси имеет долгую историю: от массового доступа к льготированию жилищного кредитования до ограниченного (последние 5-7 лет). Основные НПА, закрепляющие действующую сегодня систему субсидирования жилищных кредитов и их ключевые положения, представлены в табл. 2.4.

2. Действующий механизм субсидирования жилья посредством льготного кредитования включает в себя два ключевых элемента: ограничение цены возводимого жилья, а также преференциальные условия кредитования (процентная ставка и срок предоставления кредита). Доступ к данному механизму быстрыми темпами сужается (см. рис. 2.13) и остается открытым лишь для узких групп населения. Ежегодно постановлением правительства (устанавливающим объемы всех видов директивного кре-

дитования на текущий год) утверждается объем средств, который банки (Беларусбанк и Белагропромбанк) должны предоставить домашним хозяйствам в рамках данного механизма (за счет собственных средств). Вместе с тем соответствующие процентные потери банков компенсируются за счет средств государственного бюджета. Механизм компенсации предполагает выплату в пользу банков разницы между сложившейся в отчетном периоде ставкой рефинансирования, увеличенной на 3 процентных пункта, и фактической величиной процентной ставки по выданным льготным кредитам.

Таблица 2.4 Нормативно-правовые акты по субсидированию жилищного строительства и их основные положения

НПА	Основные положения
<p>Указ № 13 от 6 января 2012 года «О некоторых вопросах предоставления гражданам государственной поддержки при строительстве (реконструкции) или приобретении жилых помещений»</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ Вводит 2 основных инструмента субсидирования: льготные кредиты и одноразовые субсидии (на погашение процентов/основного долга по кредиту). ■ Предполагает, что в общем случае может быть использован только один из инструментов, но допускаются исключения. ■ Устанавливает процентные ставки (от 1% годовых до 20% от ставки рефинансирования) и максимальный размер кредита в зависимости от категории домашнего хозяйства. ■ Допускает два дополнительных инструмента субсидирования для многодетных семей: отсрочка и финансовая помощь.
<p>Указ № 346 от 2 сентября 1996 года «О некоторых мерах по развитию жилищного строительства на селе»</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ Регламентирует условия льготного кредитования жилья сельскохозяйственным организациям, находящимся в населенных пунктах с численностью населения до 20 тыс. человек, для их работников. ■ Устанавливает срок (до 40 лет), процентную ставку (3% годовых) и прочие существенные условия льготных кредитов данного типа.

Указ № 240 от 4 июля 2017 года «О государственной поддержке граждан при строительстве (реконструкции) жилых помещений» Указ № 225 от 7 июня 2018 года «О безналичных жилищных субсидиях»	<ul style="list-style-type: none">■ Регламентируют условия доступа и размер жилищных субсидий. Субсидии предоставляются на уплату процентов за пользование кредитом на строительство жилья, а для ряда категорий домашних хозяйств и на погашение основной суммы долга.■ Подразумевают, что домашнее хозяйство получает жилищный кредит на рыночных условиях от любого банка, а от государства получает субсидию на его обслуживание/ погашение.
Указ № 474 от 10 декабря 2018 года «О государственной поддержке при строительстве (реконструкции) жилых помещений»	<ul style="list-style-type: none">■ Расширяет возможности доступа к господдержке ряду социально незащищенных категорий (многодетные, инвалиды, малообеспеченные), одновременно ограничивая доступ к ней домашних хозяйств, в составе которых имеются незанятые трудоспособные члены.
Указ № 473 от 10 декабря 2018 года «О долевом строительстве»	<ul style="list-style-type: none">■ Ограничивает рентабельность застройщика в рамках строительства, осуществляемого с господдержкой, на уровне 5%.
Указ № 375 от 01 октября 2021 года «О мерах по оказанию государственной поддержки»	<ul style="list-style-type: none">■ Право на внеочередное получение льготного кредита и/или субсидии при строительстве городскими жителями (Минска и областных центров) при строительстве/реконструкции жилья в населенных пунктах с количеством жителей менее 20 тыс. человек.
Постановление Минстройархитектуры № 13 от 06 мая 2017 г.	<ul style="list-style-type: none">■ Ограничивает рентабельность поставщиков стройматериалов для жилья, возводимого с господдержкой, на уровне 5% .
Регулярно издаваемые (обновляемые) Постановления Совета министров	<ul style="list-style-type: none">■ Устанавливают предельный норматив стоимости 1 м² жилой площади для расчета величины льготного кредита.

Источник: собственная разработка.

3. С 2016 г. помимо базового механизма льготного кредитования экономические власти также практиковали механизм льготирования, предусматривающий снижение рыночной ставки банка на 50% от ставки рефинансирования Национального банка. Данный механизм закреплялся ежегодными постановлениями правительства и подразумевал, что в его рамках могут финансироваться приобретения недвижимости в списке многоквартирных домов, утверждаемых этим же постановлением правительства. Механизм компенсации потерь банков в рамках этого механизма был идентичен «стандартному» льготному кредитованию и подразумевал выплату банкам из бюджета компенсаций процентных потерь в размере 50% от ставки рефинансирования на сумму предоставленных кредитов.

4. На основе указа № 240 экономические власти стремятся переориентировать систему субсидирования жилья с механизма льготных кредитов на механизм предоставления одноразовых жилищных субсидий. Именно эта форма государственной поддержки стала доминирующей с 2018 г., заменив в таковом качестве формы льготирования через процентную ставку (см. п. 2.3.2-2.3.3). Субсидия предоставляется в безналичной форме и направляется в банк, выдавший кредит (на рыночных условиях), на погашение части процентов или основного долга. Размер субсидий зависит от категории получателя и в основном предоставляется в размере ставки рефинансирования Национального банка, уменьшенной на 2 процентных пункта, но не более процентной ставки по кредиту. Решения о предоставлении субсидии на уплату части процентов (субсидий) принимаются местными органами власти либо другими уполномоченными государственными организациями. Несмотря на участие банков с иностранным капиталом¹ в программе, име-

¹ В программе субсидирования участвовали по крайней мере Беларусбанк, Белагропромбанк, Приорбанк, БПС-Сбербанк, Белинвестбанк, БелВЭБ.

Таблица 2.4 Объемы субсидирования жилья по различным механизмам в 2016–2022 гг., BYN млн

	Общий объем субсидирования	«Стандартные» льготные кредиты	Субсидирование 50% ставки рефинансирования	Жилищные субсидии
2016	581.2	447.6	25.9	-
2017	461.9	202.2	69.2	96.3
2018	645.8	102.4	23.6	519.8
2019	834.4		96.9	737.5
2020	883.2		120.3	762.9
2021	962.0		118.0	843.9
2022	985.9		140.3	845.7

Источник: собственные расчеты на базе ежегодных постановлений «О мерах по выполнению заданий на ... год по строительству жилых домов...».

ющиеся ограниченные данные свидетельствуют о том, что около 90% объема выдачи приходится на госбанки, в т. ч. порядка 75% на Беларусбанк. Основной причиной отсутствия интереса со стороны банков является низкая маржинальность этих операций при необходимости фондирования их за счет собственных средств.

5. Основным механизмом субсидирования фирм является предоставление директивных кредитов. Масштаб задействования этого инструмента варьируется как количественно, так и по механизмам реализации. После курса на урезание директивного кредитования в 2015-2019 гг. имел место его, по крайней мере временный, ренессанс. В 2015 г. экономические власти провозгласили курс на постепенное урезание от директивного кредитования с целью отказаться от него к 2020 г. В 2015-2019 гг. в официальную дефиницию директивного кредитования преимущественно попадали все де-факто директивные кредиты (лишь механизмы директивного субсидирования жилья системно выводились за рамки этой дефиниции). В рамках соответствующей дефиниции правитель-

ство ежегодно утверждало предельный объем средств, подлежащих предоставлению преимущественно нефинансовым компаниям (как правило, госпредприятиям), и условия их предоставления. Основным агентом по кредитованию фирм в рамках данного механизма был Банк развития. По таким кредитам Банк развития выдавал/выдает льготные кредиты по ставке, равной $\frac{1}{2}$ ставки рефинансирования, но не более 7.5%, за счет собственных средств. Коммерческие банки, задействованные в данном механизме, получали (получают) компенсацию процентных потерь как разницу между ставкой рефинансирования, увеличенной на 3 процентных пункта, и фактической величиной процентной ставки по выданным директивным кредитам. В 2015-2019 гг. власти ежегодно утверждали постановления, которыми лимитировали объем предоставления директивных кредитов. Эти лимиты де-факто приводили к постепенному сворачиванию директивного кредитования. В 2019 г. лимиты директивного кредитования составили BYN 800 млн, после BYN 1.2 млрд, 1.9 млрд, 2.8 млрд в соответственно 2018, 2017 и 2016 гг. То есть объем директивных кредитов начал значимо снижаться даже в номинальном выражении. Но даже в тот период, хоть роль этого механизма по поддержке традиционной экономики ощутимо снизилась, накопленный по ним долг оставался значимым в общем объеме кредитных требований банков (около 40% кредитного портфеля с учетом жилищных кредитов).

В 2020 г. власти изменили курс, обосновывая его в начале лишь как временную корректировку на фоне пандемии. Объемы директивного кредитования стали постепенно расти, и официально установленные лимиты стали пересматриваться в сторону увеличения. Изначальный лимит 2020 г. BYN 700 млн к концу года повысился до BYN 2.4 млрд. Но более важно, что де-факто власти в еще в большей мере стали расширять практику директивного кредитования де-факто, понуждая тем или иным об-

разом банки и Банк развития предоставлять кредиты отобранным заемщикам на специальных условиях, не называя эту практику таковой де-юре (то есть не расширяя на нее официальную дефиницию «директивный кредит»). Уже в 2020 г. объем указов и рекомендаций, служащих основаниями для предоставления кредитов (отдельным предприятиями или отдельным их группам) стал множиться. В этой связи фактический объем выданных и накопленных директивных кредитов стал с трудом поддаваться учету. В 2021-2022 гг. такая практика стала лишь набирать обороты. И хотя «официальные» директивные кредиты по-прежнему лимитируются (в 2022 г. BYN 600 млн – официальный лимит директивных кредитов и BYN 1.4 млрд – объем финансовых вливаний со стороны Банка развития по распоряжениям властей), фактический масштаб директивного кредитования сегодня значительно шире.

6. Важную роль для финансовой индустрии играет практика «постсубсидирования» кредитов для госпредприятий. Курс на сокращение директивного кредитования и повышение прозрачности финансового посредничества в 2015-2019 гг. для целого ряда госпредприятий ужесточил бюджетные ограничения. При этом отсутствие для таких госпредприятий новых субсидированных вливаний сужало их возможности по исполнению обязательств по уже имеющимся кредитам. В случае, когда ситуация достигала критического масштаба, экономические власти шли на реструктуризацию таких кредитов, используя разные схемы. Наиболее массовой была практика 2015-2016 гг., когда правительство напрямую приобретало проблемные активы банков по номинальной стоимости, де-факто в обмен на собственные ценные бумаги, а также реструктуризировало соответствующие долги (изменяя сроки, график погашения, процентные ставки и другие существенные условия кредитных договоров). По такой схеме в тот период были

выкуплены долги (преимущественно госпредприятий в сфере деревообработки и машиностроения) примерно на USD2 млрд. Также распространение получила схема, когда имеющаяся задолженность по кредитам банкам реструктурируется (на основании НПА экономических властей) через эмиссию должником облигаций с более комфортными для него условиями и де-факто замещает собой его обязательства по кредиту (примером является реструктуризация долгов Беларусского металлургического завода на основании указа № 75 в 2016 г.). Еще одной распространенной схемой постсубсидирования для узкого перечня отраслей (прежде всего цементной отрасли) было возмещение процентов бюджетом при значимой реструктуризации и растягивании (на 10-20 лет) изначальных обязательств. Наиболее ярким примером такого «постсубсидирования» стала реструктуризация (изменение графика погашения задолженности и введение рассрочки по ряду платежей) долгов (перед бюджетом, государственными банками, Банком развития) госпредприятиям цементной отрасли (указ № 181 от 21.05.2019 г.).

Для разрешения проблемы плохих долгов в сельском хозяйстве в 2016 г. посредством практики постсубсидирования, но не на основе госдолга, а на основе облигации специальной финансовой организации было создано Агентство по управлению активами. Однако достаточно продолжительный период на его баланс был списан лишь относительно небольшой объем долгов. Более массовой стала практика реструктуризации проблемных кредитов сельскохозяйственных предприятий через облигации органов местной власти. Схожим образом со схемой 2015-2016 г. экономические власти обеспечили выкуп долгов по проблемным кредитам местными органами власти (за счет эмиссии облигаций последними), а заемщикам предоставили широкий перечень преференций в исполнении своих обязательств по кредитам (указ № 399 от 02.10.2018).

Еще одним потенциальным ноу-хау была попытка подталкивать банки к разрешению проблемы плохих долгов и заемщиков через вхождение в капитал последних (указ № 200 от 24.05.2018 г). Однако такая практика не получила широкого распространения вследствие непривлекательности этой опции для банков, в том числе и по причине того, что реализация схемы будет приводить к «штрафам» для банков в части выполнения требований по достаточности капитала.

Ситуация с плохими долгами существенно обострилась в 2020-2021 гг. Это породило новую волну постсубсидирования. Самым ярким стал кейс БМЗ в начале 2021 г. (в размере, эквивалентном около 1% ВВП), в рамках которого был опробован симбиоз более ранних подходов. Часть постсубсидирования была осуществлена за счет бюджета, но часть была переложена на банки-кредиторы. До этого кейса вся реструктуризация долгов происходила по номиналу, то есть предполагалось, что в будущем все обязательства будут исполнены. В этом случае фактические убытки частично были признаны, и их принудительно вынуждены были взять на себя банки. Кроме того, принудительно часть кредитной задолженности банков была трансформирована в качестве взноса в уставный фонд предприятия. Этот вопиющий кейс стал, вероятно, своего рода тушением пожара.

Дабы в дальнейшем снизить необходимость тушить такого рода пожары, а также снизить угрозы для госдолга при постсубсидировании, власти в 2021 г. вернулись к идее настроить общие правила через Агентство по управлению активами. Указ № 391 от 15.10.2021 предусматривает возможность реструктуризации долгов после выкупа их агентством с дисконтом за свои облигации. В этом случае потери банков определяются величиной дисконта. Облигации агентства формально не ведут к росту государственного долга (хоть по его обязательствам правитель-

ство несет субсидиарную ответственность). С конца 2021 г. практика постсубсидирования в основном осуществляется по этой схеме. По состоянию на конец 2022 г. таким образом было реструктурировано кредитов (по дисконтированной стоимости) на сумму около BYN 700 млн. Относительно скромная сумма обусловлена тем, что в 2022 г. накал проблемы плохих долгов несколько поостыл: в ряде наиболее проблемных случаев реструктуризация была проведена ранее по другим схемам (см. выше); а относительно привлекательная ценовая конъюнктура в 2022 г. позволила многим проблемным заемщикам несколько улучшить свое финансовое состояние.

2.4 Небанковские кредитно-финансовые механизмы долгосрочного финансирования

2.4.A Практики и механизмы участия лизинговых компаний в финансировании недвижимости

1. С 2017 г. стало возможно участие лизинговых компаний в финансировании недвижимости на основе правовых нововведений. Указом от 06.04.2017 № 109 (вступил в силу 09.10.2017) были созданы правовые условия для предоставления физическим лицам во владение и пользование жилых домов и квартир по договорам финансовой аренды (лизинга). Этим же указом утверждено Положение о лизинге одноквартирных жилых домов и квартир, которым устанавливаются особенности порядка заключения, исполнения и расторжения договоров лизинга, а также обязанности сторон по нему.

2. Существующая нормативная база допускает любые виды лизинга в отношении жилых помещений: допускается как финансовый, так и оперативный и возвратный лизинг жилого помещения. Вместе с тем запрещается сублизинг квартир (домов). Стоит отметить, что приоб-

ретенение в лизинг жилья возможно только в частном жилищном фонде.

3. По прошествии 5 лет можно констатировать, что лизинговый механизм финансирования сделок с жилой недвижимостью на рынке не стал играть значимой роли и соответствующие объемы финансирования остаются мизерными (см. табл. 2.5). В 2017-2022 гг. в сфере лизинга жилья работало всего 5 компаний: АСБ Лизинг, Райффайзен-Лизинг, Агролизинг, Приват Лизинг, а также Авангард Лизинг. Первые три являются дочерними компаниями коммерческих банков (АСБ Беларусбанк, Приорбанк и Белагропромбанк соответственно). В 2018-2020 гг. финансирование посредством данного механизма демонстрировало позитивную динамику, но даже несмотря на это масштабы сделок оставались весьма скромными. В 2021-2022 гг., на фоне макроэкономической и финансовой турбулентности, даже достигнутый скромный масштаб стал сжиматься.

Таблица 2.5 Динамика лизинга с физическими лицами в сегменте недвижимости, BYN тыс.

	Наименование лизинговой компании	Общая стоимость недвижимости, переданной в лизинг, тыс. руб.	Количество объектов, переданных в лизинг, ед.	Доля в сумме новых договоров потребительского лизинга компании, %
2017 год	АСБ Лизинг	10 307	9	49.5
	Приват Лизинг	360	1	0.2
	Райффайзен-Лизинг	355	2	7.4
	Итого	11 022	95	2.8*
2022 год	Райффайзен-Лизинг	10 067	11	53.2
	АСБ Лизинг	2 098	8	5.1
	Агролизинг	1 309	7	2.5
	Авангард Лизинг	394	1	20.8
	Итого	13 868	27	7.3*

Источник: собственные расчеты на базе данных Ассоциации лизингодателей Республики Беларусь.

4. Объем операций по лизингу жилья является незначительным в общем объеме финансирования сделок с недвижимостью. Даже на пике (в 2019 г.) общий объем заключенных сделок составлял лишь около 43 млн руб. или около 2.2% от всего объема заключенных сделок на финансирование жилья со стороны банков и лизинговых компаний.

5. Важным конкурентным преимуществом лизинга в сфере недвижимости является возможность приобретения жилья на вторичном рынке. Банки работают только с готовым жильем и преимущественно на первичном рынке с целью снижения правовых рисков работы с недобросовестными контрагентами. Общая схема лизинга жилья выглядит следующим образом: лизинговая компания приобретает требуемую квартиру у продавца и передает ее лизингополучателю на условиях финансовой аренды. Ставки лизинга примерно соответствуют ставкам по кредитам на жилье.

6. В текущей системе фактором, способствующим потенциальному развитию данного финансового механизма, видится сохранение для лизингополучателя возможности доступа к механизмам государственного субсидирования. Поскольку жилье находится в собственности лизингодателя, у лизингополучателя сохраняется место в «очереди на жилье», что оставляет шансы на постройку/приобретение жилья по льготным ценам и/или задействования каких-либо механизмов субсидирования.

7. Для лизингодателей конкурентным преимуществом является сохраняющееся на протяжении выплат по договору лизинга право собственности на недвижимость, являющуюся предметом лизинга. В условиях отсутствия реально работающей ипотеки механизм лизинга жилья представляет интерес как возможность

хеджирования риска неплатежа со стороны лизингополучателя, поскольку реализация права залога жилья для банков при неплатежах по кредиту является ограниченной, особенно при наличии несовершеннолетних детей у кредитополучателя.

8. В существующей системе – с разнообразными механизмами льготирования – перспективы развития лизинга жилой недвижимости видятся достаточно скромными. Сдерживающим фактором для развития лизинга видится ограниченность возможностей данной схемы для приобретения жилья по сниженным ценам на этапе строительства (что является специфической привычкой, порожденной практикой льготирования). В случае банковского кредитования при долевом строительстве дольщики могут приобретать строящееся жилье по более низким ценам по сравнению со вторичным рынком.

2.4.Б Практика и механизмы государственно-частного партнерства в реализации проектного финансирования

9. В Беларуси имеется законодательный фундамент для развития механизмов проектного финансирования на основе государственно-частного партнерства. В 2015 г. был принят Закон «О государственно-частном партнерстве» (и даже был начат пилотный проект ГЧП по строительству автодороги М-10). Законом предусмотрено, что гарантии прав кредиторов частного партнера находят свое отражение в договоре о взаимодействии между государственным партнером, частным партнером и кредитором на период исполнения соглашения о государственно-частном партнерстве. В договоре о взаимодействии предусматриваются следующие условия: обязательство государственного партнера информировать кредиторов частного партнера о случаях неисполнения частным партнером обязательств по соглашению о государственно-частном партнерстве, способных

повлечь расторжение соглашения о государственно-частном партнерстве; порядок передачи кредиторам частного партнера в залог или иное обременение объекта инфраструктуры, возведенного частным партнером без участия средств бюджета в целях обеспечения исполнения им обязательств по соглашению о государственно-частном партнерстве и (или) договорам с кредиторами; право кредиторов частного партнера требовать перемены частного партнера в случае неисполнения им своих обязательств по соглашению о государственно-частном партнерстве, способного по условиям соглашения о государственно-частном партнерстве повлечь его расторжение.

10. Для того, чтобы механизм проектного финансирования стал развиваться, важно совершенствование существующей законодательной базы. Например, закон о ГЧП не регулирует ряд критически важных аспектов проектного финансирования. К таковым следует отнести: обособление имущества проекта с помощью специализированного юридического лица – проектной компании; использование будущего дохода для погашения обязательств перед кредиторами на стадии строительства; коллективную реализацию прав кредиторов; защиту денежного потока проекта.

11. Проектное финансирование на базе ГЧП пока остается лишь в зачаточной стадии своего развития. Пилотный проект по строительству автодороги М10 после долгих дискуссий и попытки найти частного партнера в 2023 г. в результате был признан несостоявшимся. По данному проекту было подготовлено технико-экономическое обоснование, проект соглашения о ГЧП и паспорт проекта, документация для проведения процедур отбора частного партнера. На объявленный конкурс предложений от потенциальных частных партнеров не поступило.

2.4.В Опыт и механизмы долгосрочного финансирования специальных отраслевых мероприятий (на примере экологической эффективности)

12. Механизмы финансирования экологических и энергоэффективных мероприятий в Беларуси традиционно носят преимущественно директивный характер. Ключевые мероприятия определяются нормативными документами: государственными программами и конкретными инвестиционными проектами.

13. Примером базового документа для таких мероприятий является государственная программа «Энергосбережение на 2021-2025 годы». В ней определены направления повышения энергоэффективности в отраслях экономики, в том числе в строительстве и жилищно-коммунальном хозяйстве. Реализация поставленных целей программы контролируется с помощью ряда индикаторов, устанавливаемых по профильным министерствам и экономике в целом. Программой определяется общая потребность в финансировании с определением источников, в том числе за счет кредитов банков и Банка развития.

14. До 2021-2022 гг. важную роль в финансировании специальных отраслевых мероприятий играли международные финансовые институты. В последние периоды фактическая заморозка их деятельности в Беларуси (см. п. 1.2.10) перечеркивает перспективы задействования соответствующих финансовых механизмов. В качестве примера такого финансирования в 2018-2020 гг. можно привести привлечение кредита ЕБРР на сумму EUR5 млн для строительства полигона твердых бытовых отходов и модернизации систем сбора отходов в Пуховичском и Червенском районах. Проект реализовывался при поддержке гранта фонда E5P Восточного партнерства на сумму EUR 2 млн. По схожей логике реализовывались

проекты строительства биогазовых установок, очистных сооружений и т. д. Всемирный банк совместно с правительством реализовывал проекты в области развития лесного хозяйства и развития водоснабжения.

15. В кредитовании специализированных отраслевых мероприятий определенную роль также выполняют (выполняли) коммерческие банки. Однако конечным донором ресурсов при этом, как правило, являлись международные финансовые организации. Соответственно, заморозка деятельности в Беларуси последних обуславливает и как минимум перебои с данным механизмом финансирования. До 2020-2021 гг. ряд коммерческих банков участвовал в реализации проектов в сфере экологии и повышения энергоэффективности на основе финансовой поддержки различных международных доноров. Основными донорами по таким проектам были Всемирный банк, Европейский банк реконструкции и развития, Северная экологическая финансовая корпорация (NEFCO), Северный инвестиционный банк (SEB), Евразийский банк развития (ЕАБР). Совместные программы с банками начали запускаться в 2012-2013 гг., когда ЕБРР в рамках программы финансирования устойчивой энергетики в Беларуси (BelSEFF) открыл белорусским банкам кредитные линии на сумму до USD50 млн для финансирования проектов в области энергоэффективности и возобновляемой энергии. В программе участвовал ряд негосударственных белорусских банков.

2.4.Г Жилищные облигации в системе финансирования жилищного строительства

16. Жилищные облигации долгий период (до 2021 г.) являлись важным инструментом прямого финансирования на первичном рынке жилой недвижимости. В 2021-2022 гг. роль этого инструмента была нормативно ограничена, но, вероятно, будет как минимум ча-

стично возрождена с 2023 г. Механизм финансирования через жилищные облигации отчасти схож, но в то же время является альтернативой механизму долевого строительства. По сравнению с долевым строительством механизм имеет ряд преимуществ для обеих сторон сделки – застройщика и дольщика. В соответствии с законодательством, жилищная облигация является именной ценной бумагой, удостоверяющей право владельца на получение от эмитента в предусмотренный срок определенного размера жилой площади в объекте жилой недвижимости, возводимого эмитентом. С точки зрения эмитента, основным преимуществом является прямой доступ к финансированию на этапе застройки, что ограничивает необходимость использования заемных ресурсов, например банков. С позиции дольщика, жилищная облигация позволяет снизить цену приобретаемого жилья, поскольку фактическая стоимость жилищных облигаций разных выпусков для одного объекта недвижимости может отличаться в зависимости от этапа его строительства. Кроме того, дольщик не подвержен рыночным ценовым колебаниям стоимости жилья, т.к. уже приобретенные облигации имеют прямую привязку к определенному размеру жилой площади в возводимом объекте недвижимости. В итоге механизм предполагает, что эмитент выпускает последовательные транши жилищных облигаций, с их удорожанием по мере повышения степени готовности объекта, а дольщик может в соответствии со своими финансовыми предпочтениями оптимизировать график оплаты приобретаемого жилья. При этом держатель жилищных облигаций дополнительно защищен от неисполнения застройщиком своих обязательств (например, несоблюдения сроков строительства и др.), что должно отражаться в проспекте эмиссии жилищных облигаций. Кроме того, жилищные облигации обращаемы на вторичном рынке. То есть их держатель имеет право совершать сделки с ними без ограничений относительно условий (например, цены) такой сделки.

Объем эмиссии жилищных облигаций в эквиваленте жилой площади не может превышать суммарной жилой площади возводимого объекта недвижимости.

Случаи неисполнения эмитентами обязательств по жилищным облигациям стали поводом к тому, что нормативно (указ № 176 от 04.05.2021) их роль была существенно ограничена. В соответствии с этим указом, эмиссия жилищных облигаций допускалась лишь в случаях: (i) если до 2021 г. такой выпуск был предусмотрен инвестиционным договором между иностранным инвестором и правительством; (ii) отдельных решений президента. Однако в 2023 г. этот указ был скорректирован. В новой редакции потенциальные эмитенты вновь получают право на эмиссию жилищных облигаций при условиях обеспечения заданных стандартов в прозрачности и финансовой отчетности. Это, вероятно, обусловит новый этап роста эмиссии жилищных облигаций.

17. Основным источником риска для держателя жилищной облигации является, как правило, имеющее место несоответствие между номинальной стоимостью жилищной облигации и ее фактической стоимостью. В случае, если дольщик откажется/окажется не в состоянии приобрести достаточного для получения в собственность объекта недвижимости количества жилищных облигаций, то имеющиеся у него жилищные облигации он может продать эмитенту по номинальной стоимости. Существенное отличие между фактической и номинальной стоимостью в этом случае будет приводить к прямым финансовым потерям для дольщика. Для ограничения этих потерь в законодательстве содержится норма о том, что эмитент должен заявлять максимально допустимую цену размещения жилищной облигации, а номинальная стоимость не может быть ниже нее более чем на 30%. Дополнительными рисками использования жилищных облигаций для дольщика являются недобросовестное

поведение застройщика (банки не отслеживают целевое использование средств, поступивших от размещения жилищных облигаций на расчетный счет эмитента), а также промедление строительства в связи с отсутствием разрешительной документации (НПА позволяют эмитировать жилищные облигации уже на стадии проектирования объекта недвижимости, до получения всего объема разрешительной документации на строительство).

18. Жилищные облигации как инструмент финансирования недвижимости набирал популярность в период 2016-2020 гг. (на фоне усиления защищенности дольщиков в соответствии с постановлением Министерства финансов № 54 от 30.06.16) и постепенно превращался в значимый по масштабам инструмент финансирования сделок с недвижимостью. Пиковое значение объема жилищных облигаций в обращении было достигнуто на 01.01.2020 г. – BYN 866.5 млн или около 10% от суммы кредитной задолженности физлиц по жилищным кредитам на эту же дату. Впоследствии за счет ограничений, указанных выше, объем жилищных облигаций в обращении стал сокращаться и на 01.01.23 составил BYN 594.3 млн (или около 5% от суммы кредитной задолженности физлиц по жилищным кредитам на эту же дату).

ФОНДОВЫЙ РЫНОК

1. Рынок ценных бумаг, даже по формальным критериям, развит весьма слабо (см. рис. 3.1), его развитие сдерживают институциональные барьеры. В сегменте акций основной причиной этого остаются доминирующая собственность государства в крупных компаниях и необращаемость соответствующих пакетов акций. Это ограничивает возможности для формирования задела ликвидности на сегменте рынка акций. В результате объем сделок с акциями (за редкими исключениями) традиционно находится в пределах 1% от ВВП (в год)¹. В сегменте облигаций ситуация выглядит несколько лучше. Вместе с тем значительная часть облигаций является в определенном смысле искусственной: они зачастую эмитируются для реструктуризации проблемных кредитов или другим образом лишь формально замещают собой банковские кредиты.

2. Официальные данные по капитализации белорусского рынка акций на уровне 25% от ВВП плохо сочета-

¹ Большой объем сделок в 2011 г. объяснялся одной крупной сделкой – продажей контрольного пакета акций оператора магистральных газопроводов (ОАО «Белтрансгаз») российскому Газпрому.

Рисунок 3.1 Индикаторы емкости и оборота сегментов рынка ценных бумаг, % от ВВП.



Источник: Данные по объему эмиссий приведены на конец года, по объему сделок – за год.

Примечание: собственные расчеты на основе данных Министерства финансов.

ются с реальностью и некорректно описывают фактическую емкость рынка. В статистике Всемирного банка показатель рыночной капитализации в % к ВВП приближен к официальному белорусскому определению «акции в обращении к ВВП», рассчитанный как цена акции, умноженная на количество акций в обращении компаний, котирующихся на бирже. Эта методология включает абсолютно все, в том числе неликвидные акции, а Беларусь с показателем капитализации 25% от ВВП (данные за 2021 год) опережает, например, Словению (16% к ВВП), Венгрию (18% к ВВП), недалеко отставая от Польши (30% к ВВП). Такой подход совершенно не отражает действительного рыночного уровня развития фондового рынка акций Беларуси, показывает исключительно его потенциальную финансовую глубину, если бы все акции имели одинаковый интерес у инвесторов. Сравнение капитализаций по такой методологии лишено смысла, поскольку две страны могут быть одинаковы по показателю, однако капитализация одной будет состоять из нескольких десятков ликвидных компаний, капитализация другой – из сотен неликвидных.

3. Рыночное значение капитализации белорусского рынка акций составляет от 4.6% до 9.4% ВВП. Для более

Рисунок 3.2 Альтернативные методологии расчета рыночного уровня капитализации.



Источник: собственная разработка.

релевантного отображения капитализации рынка акций Беларуси было разработано 2 методологии (см. рис. 3.2).

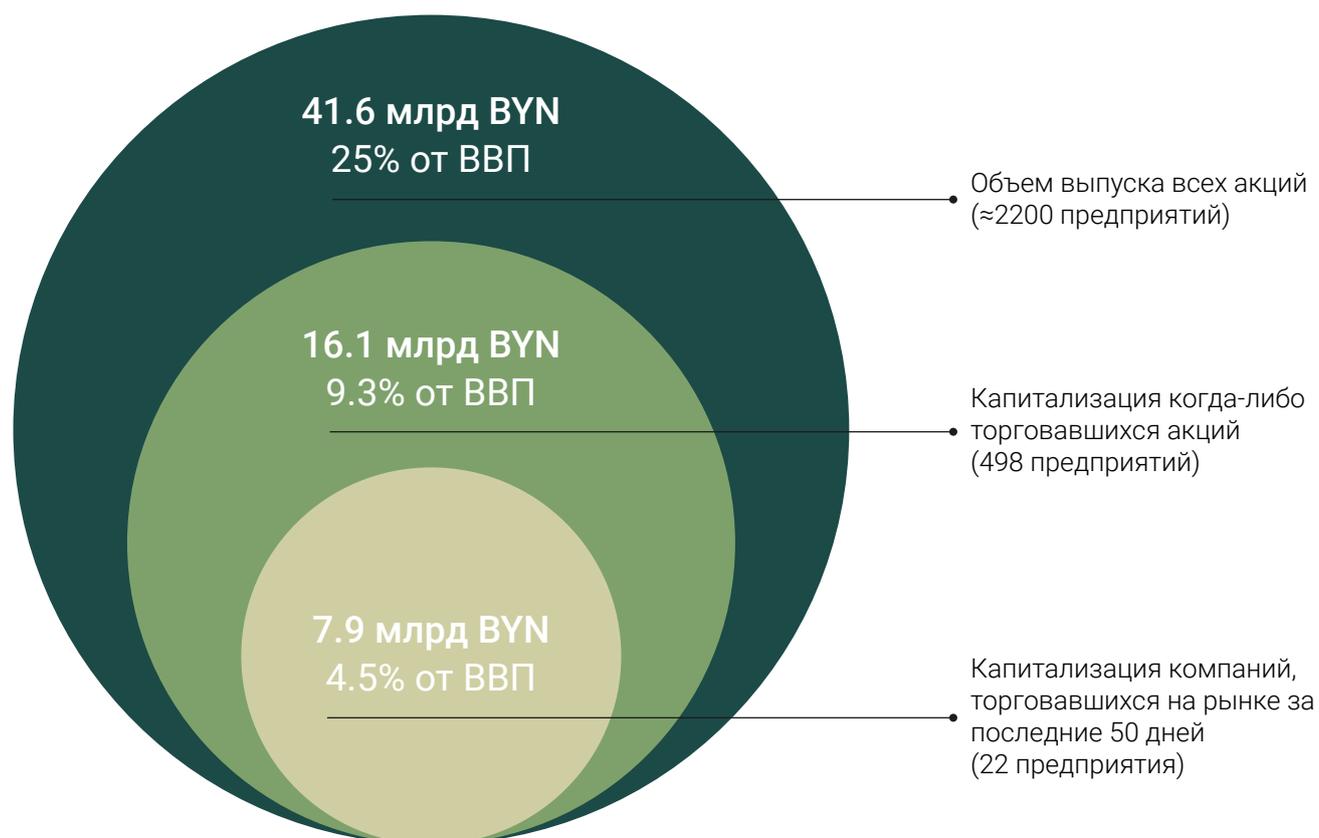
В рамках данных методологий были исключены компании, пакеты акций которых были переданы/проданы одному собственнику по цене, значительно выше/ниже исторической средней. Как показывают расчеты, из более чем 2200 компаний, котирующихся на бирже, только 22% торговались на ней когда-либо (методология 1) и только 1% от всех компаний действительно является ликвидным (методология 2). Краткие итоги анализа представлены в таблице 3.1 и рисунке 3.3.

Таблица 3.1 Расчет капитализации фондового рынка акций Беларуси альтернативными методологиями в 2021 году

	Всемирный банк	Методология 1	Методология 2
Количество компаний	2200	498	22
Объем эмиссии	41.6 млрд BYN	16.3 млрд BYN	7.9 млрд BYN
Объем к ВВП	25%	9.4%	4.6%
Доля топ-10 компаний	41%	65%	99%

Источник: Всемирный банк, собственные расчеты на основе данных Белорусской валютно-фондовой биржи (БВФБ).

Рисунок 3.3 Расчет капитализации фондового рынка акций Беларуси альтернативными методологиями в 2021 году.

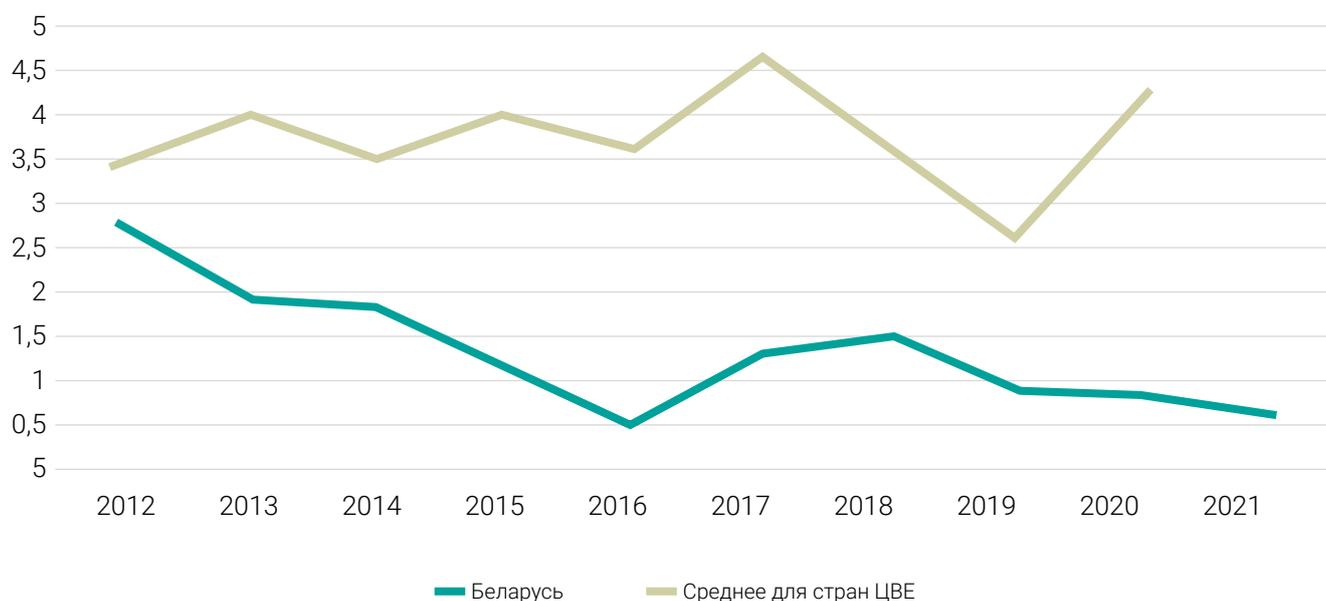


Источник: собственные расчеты на основе данных Белорусской валютно-фондовой биржи (БВФБ).

4. Ликвидность фондового рынка Беларуси за последние 3 года не превышала 1% от ВВП. Несмотря на то, что использование ликвидности и рыночной капитализации часто взаимозаменяемо среди инвесторов по отношению к оценке привлекательности фондового рынка страны, именно ликвидность отображает действительное положение дел на рынке. Объем торгов можно искусственно накачивать, однако на белорусском рынке это практически невозможно. Для Беларуси показатель ликвидности составлял около 1-2% ВВП (см. рис. 3.4), рынки с таким показателем принято считать низколиквидными, а при показателе ниже 1% ВВП – «мертвыми». В отличие от Беларуси, источником ликвидности в странах ЦВЕ, которые имели схожие стартовые условия развития фондового рынка, являются инвестиционные банки, пенсионные и инвестиционные фонды, крупные страховые компании.

5. Основные препятствия для развития рынка акций в Беларуси носят институциональный характер: доминирующая доля государства и отсутствие надежной защиты инвестора. Основная проблема привлечения национальных и иностранных инвесторов в капитал акционерных обществ связана с чересчур большой ролью государства в сегменте акций фондового рынка. Фактически государство является единственным мажоритарным акционером рынка, доля которого составляет около 90% от общего количества акций акционерных обществ, или 74,5% в совокупном акционерном капитале белорусских предприятий. Количество акционерных обществ с долей государства в уставном фонде более 75 процентов – 1300, с долей государства в уставном фонде менее 50 процентов составляет 383 субъекта хозяйствования. Кроме того, серьезным барьером на пути попадания (небольшого количества) акций, находящихся в собственности физлиц (в основном полученных в период чековой приватизации в 1990-х гг.), является сохраняющееся приоритетным право местных органов власти на приобретение таких акций. Совершить сделку можно только после того, как текущий

Рисунок 3.4 Объем торгов на фондовом рынке, % ВВП.



Источник: собственные расчеты на основании данных БВФБ и данных Global Financial Development Database.

владелец направит в адрес исполнительного комитета местного органа власти предложение о приобретении акций по определенной цене и получит отказ, при этом срок, в течение которого исполком должен дать ответ, составляет 90 дней. После этого продавец сможет выставить свои бумаги на продажу по цене, не ниже предложенной исполкому. С точки зрения защиты инвестора и выравнивания прав государственного и частного владельца, потенциальную проблему составляют имеющие в прошлом и не ограниченные законодательно практики национализации (последние 5 лет не использовались, но сохраняются в памяти примеры с «Коммунаркой», «Барановичидрев», «Борисовдрев», «Луч» и др.), размытия долей инвестора (пример Строй-Трест № 35), присоединения к прибыльным компаниям убыточных предприятий (практика присоединения сельскохозяйственных комплексов), а также практика дополнительной эмиссии акций как канал финансирования убыточных компаний.

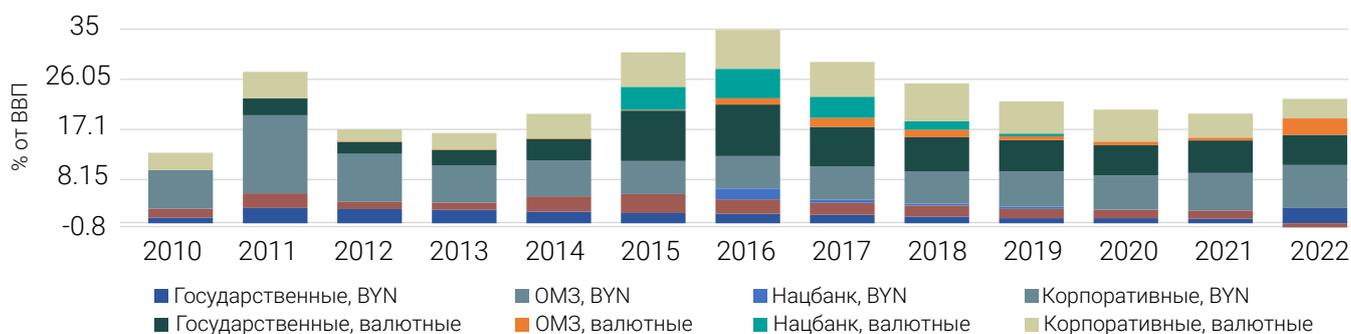
6. Примерно с 2016 г. наблюдается прогресс по ряду законодательных норм, закладывающих основу для развития рынка акций. За указанный период новые нормативно-правовые акты (НПА) законодательно обеспечили: защиту прав миноритарных инвесторов и повышение прозрачности эмитентов (Закон «О рынке ценных бумаг»); введение в правовое поле и закрепление механизмов деятельности коллективного инвестирования (Закон «Об инвестиционных фондах»); возможность одновременного обращения акций на белорусских и зарубежных рынках (Указ «О вопросах эмиссии и обращения акций с использованием иностранных депозитарных расписок»); введение в правовое поле механизма и отдельных элементов секьюритизации (Указ «О финансировании коммерческих организаций под уступку прав (требований)»); введение в правовое поле механизма лизинга жилой недвижимости для физических лиц (Указ

«Об изменении указов президента по вопросам лизинговой деятельности)». Однако стоит отметить, что на фоне барьеров базового уровня (см. пп. 3.1.1 и 3.1.5) этих мер недостаточно для развития рынка. Вместе с тем они создают важный задел для перспектив развития рынка акций в будущем.

7. Вопреки отсутствию функционирующего сегмента рынка акций в стране имеется практически вся необходимая для него базовая инфраструктура. Например, базовая электронная площадка для организованного рынка – Беларусская валютно-фондовая биржа, на которой может проводиться торговля всеми видами ценных бумаг, – имеет приемлемый по международным меркам уровень технического оснащения, отлажена работа двухуровневой депозитарной системы, относительно развит институт профессиональных участников рынка ценных бумаг. Поэтому при устранении институциональных барьеров базового уровня можно ожидать поступательного развития данного сегмента рынка.

8. Сегмент рынка облигаций в сравнении с рынком акций является более объемным и ликвидным. Однако бурный рост рынка во многом связан и со «специ-

Рисунок 3.5 Структура эмитированных облигаций в зависимости от типа эмитента и валюты деноминации облигаций, % от ВВП.



Источник: Данные по объему эмиссий приведены на конец года. ОМЗ – облигации местных займов.

Примечание: собственные расчеты на основе данных Министерства финансов.

фическими» эмиссиями. Общий выпуск облигаций на внутреннем рынке Беларуси достиг исторического максимума в BYN 41.2 млрд на конец 2022 года (рис. 3.5). Объем рынка значительно вырос за последние 10 лет во многом вследствие широкомасштабной реструктуризации долгов госпредприятий (см. п. 3.1.9), а также активизировавшейся в 2018-2020 гг. практики привлечения государственного долга через валютные облигации на внутреннем рынке. Активным эмитентом в последние годы был также Банк развития, в портфеле которого на конец 2021 года были облигации в обращении стоимостью более 1,5 млрд BYN.

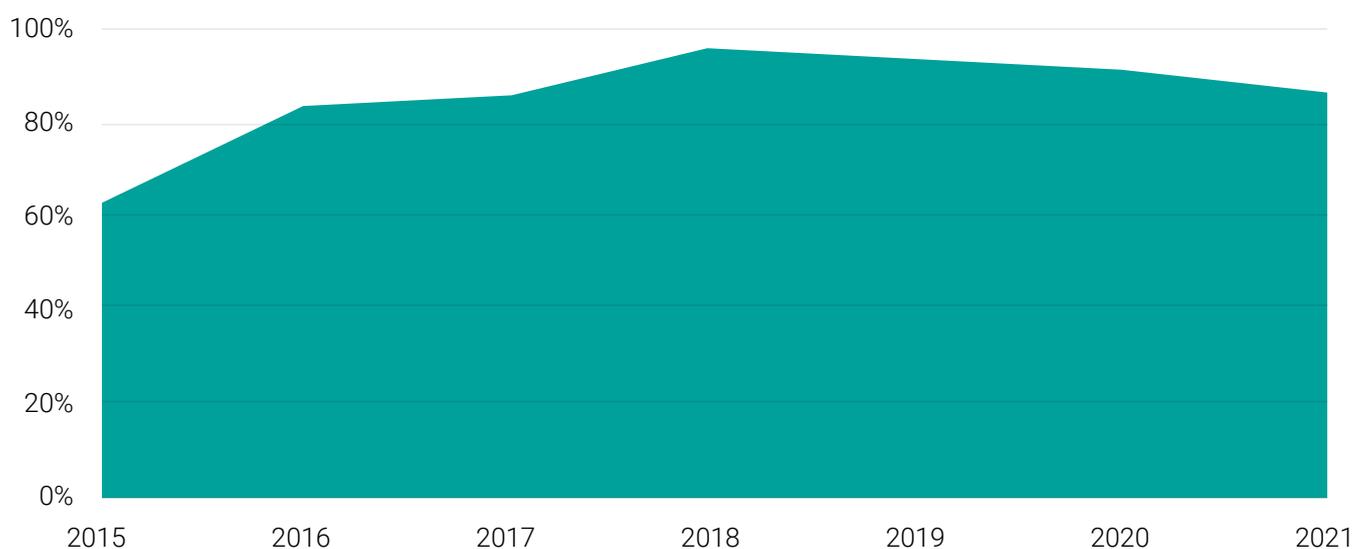
9. Изменение структуры рынка облигаций имеет высокую степень «директивности», так как рост объема корпоративных облигаций был во многом связан с реструктуризацией проблемных долгов в банковском секторе, а также с формальным замещением сделок на кредитном рынке с участием банков сделками с использованием облигаций. Государственные ценные бумаги традиционно являлись «столпом» рынка. В начале 2010-х эта зависимость несколько снизилась на фоне профицитного консолидированного бюджета и доступности частных займов для покрытия дефицита текущего счета. Однако с 2015 года Нацбанком были предприняты целенаправленные попытки структурных изменений долгового рынка, такие как:

- a.** широкомасштабная реструктуризация проблемных долгов в банковском секторе (см. п. 2.3.6), приведшая к существенному росту объемов гособлигаций и облигаций местных займов;
- b.** использование правительством внутреннего облигационного рынка для заимствований иностранной валюты (преимущественно у «дочек» зарубежных банков, что позволяло избежать наращивания внешнего госдолга);

- с. реструктуризация обязательств Национального банка перед банками за сделки СВОП, проводимые в 2009-2010 гг. в его валютные облигации;
- д. введение в середине 2010-х гг. налоговых льгот на доходы от операций с ценными бумагами, что обусловило в ряде случаев привлекательность для банков и их заемщиков механизма замещения кредитных сделок сделками с ценными бумагами, хоть де-факто субъектный состав участников сделки не изменялся;
- е. в ряде случаев ценные бумаги банков и Банка развития использовались как вспомогательный инструмент для передачи активов с баланса одного субъекта на баланс другого.

10. Для рынка облигаций Беларуси характерны тесная связь и прямое участие в нем банковского сектора. В виду отсутствия в Беларуси крупных небанковских финансовых посредников, таких как инвестиционные фонды, инвестиционные банки, пенсионные фонды, банки в большей степени вовлечены в облигационный рынок

Рисунок 3.6 Доля банков в приобретении государственных облигаций и облигаций НББ, % от объема выпуска.



Источник: собственные расчеты на основе данных Министерства финансов и Национального банка.

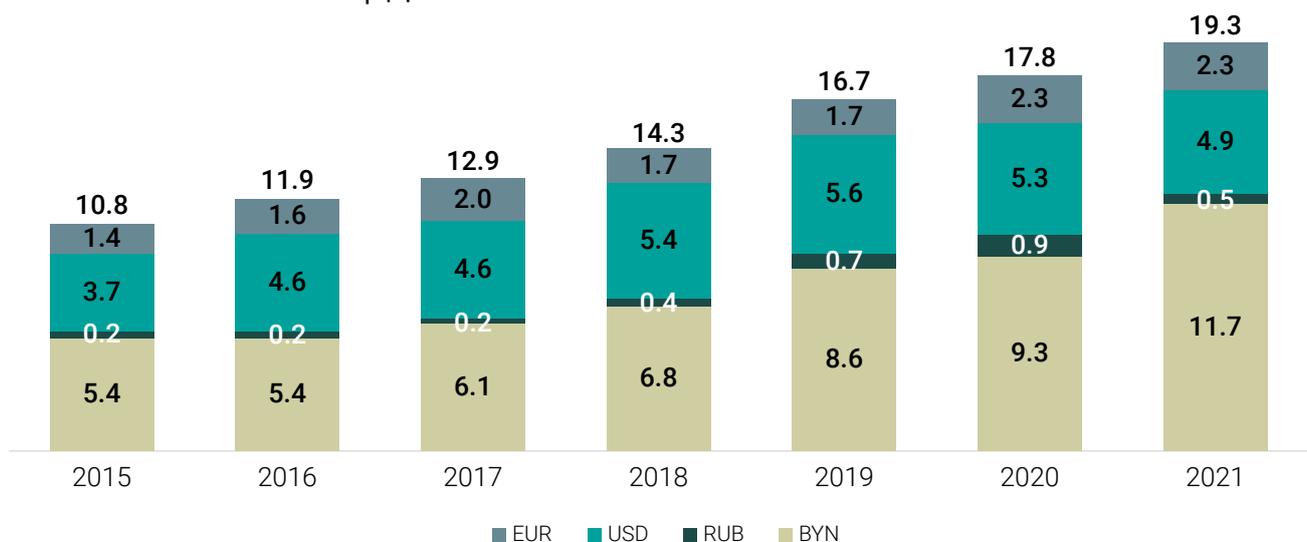
(доля облигаций, приобретенных банками, в общем объеме размещения ГЦБ и облигаций НБРБ в последние годы варьируется от 80% до 90%, см. рис. 3.6), а также используют облигации как собственный инструмент заимствования (более 2/3 от общего объема эмиссий корпоративных облигаций – это собственные облигации банков). Однако нередки случаи, когда банки вынуждены приобретать ГЦБ и корпоративные облигации государственных предприятий для увеличения их объема размещения, тем самым искусственно наращивая объем и оборот рынка.

11. Общий порядок эмиссии облигаций в Беларуси подразумевает, что облигации должны быть обеспеченными (указ № 277 от 28.04.2006). Среди корпоративных заемщиков законодательство наиболее лояльно к банкам и дает им возможность отклоняться от этого требования. Обеспечением по облигациям может являться залог, банковская гарантия, страхование ответственности, право требования по выданным ипотечным кредитам. Вместе с тем требование об обеспечении облигаций не распространяется на правительство, Национальный банк, местные органы власти, банки (при объеме эмиссии облигаций в пределах размера нормативного капитала, а в случае, если эмитируемые облигации размещаются в том числе и среди физических лиц, то необходимым условием для банка является наличие лицензии на прием средств во вклады (депозиты) от физических лиц). В случае нефинансовых компаний возможность эмиссии необеспеченных облигаций обуславливается рядом относительно жестких требований к их финансовому состоянию, а также соотношению объема эмиссии с величиной собственного капитала. Помимо «обычных» облигаций юридические лица имеют право на выпуск биржевых облигаций. Такой вид облигаций предполагает облегченные условия эмиссии: отсутствие необходимости государственной регистрации их выпуска и регистрации проспекта эмиссии, а также отсутствие обеспечения, что в результате позволяет существенно снизить издержки эмиссии. Вме-

сте с тем такой вид облигаций предполагает более жесткие (по сравнению с «обычными» облигациями) требования к размеру собственного капитала, финансовых показателей заемщика и их истории. Кроме того, такой вид облигаций предполагает ограничение максимального срока обращения (как правило, до двух лет) и обращаемость их только в сегменте организованного рынка (на бирже).

12. Одной из причин сжатия сегмента рынка облигаций в последние годы стала его директивная дедолларизация. Долгий период значимую долю рынка и существенный вклад в его прирост вносили облигации, эмитируемые в иностранной валюте (см. рис. 3.7). Доминирование облигаций, номинированных в иностранной валюте, являлось следствием тесной взаимосвязи рынка облигаций с банковской системой (см. пп. 3.1.9-3.1.10) и возросшего интереса корпоративных заемщиков к валютным облигациям на фоне принятия экономическими властями мер по дедолларизации в банковской системе (см. п. 2.1.3), когда относительное удорожание валютных кредитов для заемщиков стимулировало эмиссию валютных облигаций. Однако под эгидой кампании дедолларизации власти с 2019 г. стали ограничивать права корпоративных субъектов по эмиссии облигаций в иностранной валюте. Де-факто главным мотивом такого курса, вероятно, является попытка получить монопольное право для гособлигаций и облигаций НББ на выпуск облигаций в иностранной валюте, что может расширить рамки и снизить стоимость соответствующих заимствований. Постановлением Национального банка № 612 от 19.12.2018 с 1 марта 2019 г. в расчетах по сделкам с облигациями (за исключением гособлигаций и облигаций НББ) было запрещено (при ряде исключений) использовать иностранную валюту. Это сузило потенциал расширения облигационного сегмента рынка. В 2020 г. была принята новая редакция Закона «О валютном регулировании и валютном контроле» (вступившая в силу в середине 2021 г.), посредством которой это начинание было доведено до ло-

Рисунок 3.7 Структура корпоративных облигаций по видам валют, эквивалент BYN млрд.



Источник: собственные расчеты на основе данных Министерства финансов и Национального банка.

гического завершения – корпоративным эмитентам было напрямую запрещено эмитировать облигации в иностранной валюте. Вместе с тем для компенсации валютных рисков постановление Министерства финансов № 25 с 28.04.2021 г. позволяет белорусским компаниям эмитировать корпоративные рублевые облигации, процентный доход по которым индексируется при изменении избранного эмитентом финансового показателя (в том числе курса либо кросс-курса какой-либо денежной единицы). В описанных условиях в последние годы доля облигаций в белорусских рублях устойчиво растет (см. рис. 3.7).

13. «Рыночная» доля облигаций в общем сегменте незначительна и ее емкость примерно 3% от ВВП. Если на облигационном рынке приблизительно выделить сегмент, который функционирует по «традиционным» канонам фондового рынка и не находится в «прямом подчинении» кредитному рынку, то при первом приближении такой сегмент можно рассматривать как корпоративные облигации, эмитированные нефинансовыми компаниями. При таком приближении «свободный» («рыночный») сегмент облигационного рынка составляет 5.8 млрд BYN и занимает лишь 30% от объема эмиссий корпоративных ценных бумаги или примерно 3.3% от ВВП.

Страховой рынок

1. Ключевой особенностью белорусского рынка страхования являются неравные условия деятельности на рынке для государственных и частных страховых компаний, что, однако, приводит к поступательному росту конкуренции на рынке добровольного страхования и, соответственно, росту его объемов. С 2004 года законодательство позволяет осуществлять обязательные виды страхования только государственным страховым организациям и страховым компаниям с долей собственности государства более 50 процентов. Негосударственным страховым организациям запрещено страховать имущественные интересы государственных юридических лиц. При этом государственным страховым компаниям запрещено размещать ресурсы в негосударственных банках и приобретать ценные бумаги юридических лиц (за исключением государственных банков и открытого акционерного общества «Банк развития Республики Беларусь»). В ситуации, когда частные страховщики фактически конкурируют только на рынке добровольного страхования, а общее число игроков на рынке перманентно уменьшается последние годы (25 в 2011 году, 19 в 2016 году, 16 в 2021 году), именно добровольные виды являются драйвером развития страхового рынка,

а удельный вес добровольных видов страхования в общем объеме взносов вырос до 64% в 2021 году с 32% в 2005 году (см. рис. 4.1). Добровольное страхование развивается в основном благодаря поэтапному расширению в последние годы перечня видов страхования, взносы по которым разрешено включать в себестоимость, а также в силу развития сопутствующего бизнеса (например, рост потребительского и жилищного кредитования, лизинга, грузоперевозок, туристических услуг и др.). Около 90% взносов, генерируемых обязательным страхованием, приносят только два вида – страхование гражданской ответственности владельцев транспортных средств и страхование от несчастных случаев на производстве и профессиональных заболеваний.

2. Накопительные виды страхования, будучи важным источником долгосрочных инвестиционных ресурсов для экономики, буксуют в развитии из-за институциональных ограничений и высоких валютных рисков страховщиков и страхователей. Из накопительных видов страхования в Беларуси в настоящий момент существуют страхование жизни и страхование дополнительной пенсии, их доля составила в 2021 году 12,8% от всех страховых взносов

Рисунок 4.1 Структура страховых взносов в Беларуси, %.



Источник: собственные расчеты на основе данных Министерства финансов и Национального банка.

(в развитых европейских странах доля может достигать 60%) или 0,1% от ВВП (средний размер премии по страхованию жизни для стран ЦВЕ составлял 0,62% ВВП в 2019 году – см. рис. 4.2). Длительное время существовали законодательные ограничения, которые создавали преференции по долгосрочному страхованию, с одной стороны, для государственных страховщиков, с другой – для корпоративных страхователей (в 2021 году 74% страхователей жизни и дополнительной пенсии были корпоративными, которые обеспечили 61% премий). Например, до середины 2019 года взносы предприятий по страхованию жизни и дополнительных пенсий включались в затраты по производству и реализации продукции, только если договоры были заключены с государственным страховщиками. Институциональные ограничения привели к тому, что на рынке долгосрочным страхованием занимались лишь 2 компании (государственная «Стравита» и частная «Приорлайф»), только с 2022 года к ним присоединилась еще одна частная компания «БелВЭБ Страхование». Указ по дополнительному пенсионному страхованию № 367 «О добровольном страховании дополнительной накопительной пенсии», который вступил в силу с 1 октября

Рисунок 4.2 Объем страховых премий и активов страховых компаний, % от ВВП.



Источник: собственные расчеты на основе данных Global Financial Development Database.

2022 года и был призван придать толчок развитию накопительного страхования пенсии через обязанность работодателей делать соразмерные взносам работников доплаты (не более чем 3%) на накопительные пенсии из средств, предусмотренных на уплату обязательного 28%-го взноса в бюджет ФСЗН, также монополизировать право государственного страховщика «Стравита» заключать договоры нового пенсионного страхования.

3. На развитие долгосрочного страхования негативное влияние оказали относительно высокая инфляция и волатильность курса белорусского рубля. Они предопределили ситуацию, когда страховой компании затруднительно разместить страховые резервы в инструменты с доходностью выше суммарного риска инфляции и девальвации, а для их клиентов – к ситуации, когда страховые выплаты не всегда отражают изменение реальной стоимости белорусского рубля. В целом долларизация белорусской экономики не способствует развитию страхования с точки зрения клиентов страховых компаний, поскольку страховые взносы по обязательным и добровольным видам страхования до сих пор увязаны с валютным эквивалентом, а выплаты на внутреннем рынке возможны только в белорусских рублях.

4. В Беларуси очень низко участие иностранного капитала в страховом секторе. При этом до сих пор используется квотирование иностранных инвестиций в уставные фонды страховых компаний и ограничения доступа таковых к отдельным видам и рынкам страхования. Несмотря на относительно низкую конкуренцию на рынке страхования в Беларуси, высокие макроэкономические риски обусловили крайне низкий интерес к стране иностранных инвесторов. На сегодняшний день только 6 компаний имеют долю иностранного капитала, при законодательной квоте в 30% доли в уставном фонде страховых организаций в реальности она не превышала

6%, а крупные иностранные игроки (например, Generali) имели неудачные попытки входа на белорусский рынок. Страховые организации, которые являются дочерними или зависимыми по отношению к иностранным инвесторам, законодательно не могут осуществлять страхование жизни с юридическими лицами (государственными и частными), обязательное государственное страхование, имущественное страхование, связанное с осуществлением поставок для государственных нужд, а также страхование имущественных интересов Республики Беларусь и ее административно-территориальных единиц.

5. Качество корпоративного управления в крупных государственных страховых компаниях, которые занимаются в основном обязательными видами страхования, не способствует развитию страховых инструментов и росту объемов рынка. Большинство страховых компаний являются хозяйственными обществами, в которых действует наблюдательный совет, однако крупнейшие государственные игроки страхового рынка (Белгосстрах, «Белэксимгарант», «Беларусская национальная перестраховочная организация» и «Стравита», которые в сумме получили 60% всех страховых взносов в 2021 году) являются унитарными предприятиями. Проблема качества корпоративного управления в государственных страховых компаниях признается самим регулятором, поскольку проектом Закона «О страховой деятельности» 2021 года предложена возможность создания в унитарных страховых предприятиях консультативного совета, который будет являться коллегиальным совещательным органом. Проектом также заложено определение органа, ответственного за организацию корпоративного управления, для всех страховых организаций независимо от формы собственности. Более того, в страховых кругах циркулирует идея преобразования государственных унитарных страховых предприятий в акционерные общества именно с целью повышения качества корпоративного

управления в крупных государственных организациях, роста объема и качества страховых услуг.

6. Программа развития страховой деятельности на 2021-2025 гг. предусматривает возможность либерализации страховых услуг и выравнивания условий для частных и государственных компаний с более жесткими условиями по перестрахованию. Как следует из нового законопроекта Министерства финансов «О страховой деятельности», частным страховым компаниям планируют предоставить право осуществлять 6 из 11 видов обязательного страхования, в том числе с государственными предприятиями, но только после получения лицензии и выполнения норматива уровня уставного фонда. Скорее всего, реформа повлечет увеличение отчислений на перестрахование и увеличение собственного капитала частных страховых компаний, чтобы перераспределить риски из государственных страховых компаний без дестабилизации страхового рынка в целом.

7. Развитие правового регулирования страховой деятельности в Беларуси направлено на унификацию законодательства с Россией под эгидой Союзного государства и гармонизацию законодательства государств – членов ЕАЭС. Проектом Закона «О страховой деятельности» планируется введение новшеств в страховое законодательство, заимствованных в законодательстве РФ, в частности, введение новой формы страхования – вмененного (в РФ в настоящее время уже действует 61 вмененный вид страхования), формирования комплексных страховых продуктов в рамках комбинированного страхования (в РФ действует с 2016 года), введения понятия «периода охлаждения» (в РФ действует с 2018 года), а также франшиза при страховании (в РФ законодательно закреплена с 2014 года). Кроме того, по примеру российского законодательства планируется увеличить в 2 раза требование по минимальному уставному фонду для организаций перестрахования.

Практические и юридические особенности использования обеспечения в рамках механизмов долгосрочного кредитования и проектного финансирования

5.1 Юридические особенности использования обеспечения

1. В качестве основных Банковский кодекс Беларуси выделяет следующие виды обеспечения по банковским кредитам: гарантийный депозит денег, перевод на кредитодателя правового титула на имущество, залог движимого и недвижимого имущества, поручительство. Вместе с тем допускаются другие виды обеспечения, оговоренные в других НПА или же в договоре между участниками сделки. Например, в НПА более низкого уровня (правила формирования спецрезерва на покрытие возможных убытков банков) в качестве обеспечения также рассматриваются: страхование невозврата/просрочки возврата кредита и страхование предпринимательского риска; собственные долговые ценные бумаги банка; цен-

ные бумаги, приобретенные в рамках сделок РЕПО; право обратного требования фактора к кредитору (в части неплаченной должником части суммы обязательств, являющейся предметом договора факторинга); отчуждаемое банком имущество, возникшее в результате прекращения обязательств по активам.

2. Непосредственно правоотношения в рамках отдельных видов обеспечения регламентируются Гражданским и другими кодексами, отдельными законами и подзаконными нормативно-правовыми актами. В ряде случаев это порождает правовые коллизии и/или затруднения для фактического использования отдельных видов обеспечения в банковской практике.

3. В случае залога законодательные нормы могут порождать трудности с осуществлением обращения взыскания на предмет залога и его реализацию. Нормы Закона «О залоге» предполагают общий судебный порядок обращения взыскания на заложенное имущество, а также организацию публичных торгов для реализации предмета залога. Упрощение порядка обращения взыскания на предмет залога и его реализация может иметь место на основании нотариально заверенного соглашения между залогодателем и залогодержателем (на основании декрета № 3 от 03.03.2010). В случае отсутствия такого соглашения процедура обращения взыскания и реализации предмета залога становится длительной и затратной, ограничивая оперативность и маневренность банковского менеджмента.

4. Существенные противоречия и правовые коллизии имеют место при использовании залога недвижимого имущества (ипотеки) в качестве обеспечения по кредиту. В соответствии с Гражданским кодексом, ипотека здания или сооружения допускается лишь одновременно с ипотекой земельного участка, на котором оно расположено.

Само по себе это требование в ряде случаев является затруднительным для реализации. Более того, нормы указа № 20 от 12.01.2007 г. предполагают, что земельный участок не может быть предметом ипотеки, если на расположенные на нем сооружения не может быть обращено взыскание в соответствии с исполнительными документами. Еще одним препятствием для использования ипотеки является норма Закона «Об ипотеке» о том, что предметом ипотеки может быть только созданное недвижимое имущество. В случае недвижимого имущества, находящегося в процессе создания (строительства), использование договора ипотеки окажется не имеющим юридической силы вплоть до регистрации залогодателем права собственности на объект недвижимости. Однако, получив такое право собственности, у залогодателя не возникает прямого обязательства государственной регистрации договора ипотеки, что может обусловить его уклонение от такого действия. Это порождает дополнительные риски для банка. Разрешение этой проблемы требует изменения законодательства о государственной регистрации недвижимости, которое предоставляло бы возможность регистрации недвижимости, находящейся в процессе создания, и соответствующих обременений на нее.

5. На экспертном уровне в банковском сообществе многократно обсуждались вопросы внедрения в правовую среду новых видов и механизмов обеспечения на основе международного опыта. Однако пока они не нашли своего воплощения на каком-либо уровне, например, проекта НПА. К таким нормам относятся договор залога строящегося объекта, залоговые счета, система резервных счетов, договор залога прав по ГЧП-контрактам, механизм спонсорской поддержки (условное поручительство инвестора по кредитному договору, договор займа с инвестором). Внедрение указанных норм является важным для содействия развитию долгосрочного

кредитования банками, а также их участия в проектном финансировании.

6. Правовые дефиниции и нормативы в отношении обеспечения в рамках управления кредитным риском банками закреплены в правилах формирования специальных резервов на покрытие возможных убытков (Постановление Национального банка № 138 от 28.09.2006). В данном документе определены критерии и стандарты качества обеспечения; градируется обеспеченная, недостаточно обеспеченная и необеспеченная задолженность; сформулированы требования к отдельным видам обеспечения, определен механизм влияния обеспечения на оценку качества актива для целей формирования спецрезерва по нему, постулированы процедуры, которые должны реализовывать банки в отношении обеспечения по кредитам.

7. Стандарты классификации обеспечения по качеству, задолженности по уровню обеспеченности, а также соответствующие локальные процедуры банка могут влиять на приемлемость того или иного вида обеспечения по кредиту. Правилами спецрезервирования как высококачественное рассматривается обеспечение не менее чем на 90% от суммы основного долга, состоящее из гарантий правительства и Национального банка, залога государственных ценных бумаг в национальной валюте; гарантий и государственных ценных бумаг стран «группы А»; гарантийного депозита денег; собственных ценных бумаг банка; страхования риска невозврата кредита. К обеспеченной относится преимущественно высококачественная задолженность и залог, которые покрывают основную сумму долга и уплату всех вознаграждений за предстоящие 12 месяцев. К недостаточно обеспеченной относится задолженность, которая соответствует критериям обеспеченной, но покрывает от 70 до 100% от суммы основного долга и причитающихся

банку вознаграждений. Также к недостаточно обеспеченной относится задолженность в случае гарантии/поручительства, если реализация соответствующих прав требует от банка предварительных юридических действий (кроме предъявления счетов к оплате). Наконец, прочая задолженность классифицируется как необеспеченная. Отнесение задолженности к обеспеченной, недостаточно обеспеченной или же необеспеченной влияет на классификацию соответствующего актива банка при создании специального резерва на покрытие возможных убытков, а также на его классификацию по группам риска при расчете достаточности капитала банка.

8. Локализация детальных алгоритмов по оценке качества обеспечения, механизмов определения справедливой рыночной стоимости обеспечения на уровне банка может порождать существенные соответствующие индивидуальные отличия и особенности в практике использования обеспечения по кредитам. В дополнение к указанным выше критериям качества обеспечения (см. п. 5.1.7) каждый банк должен иметь локальный нормативный акт, устанавливающий полный алгоритм классификации обеспечения по качеству, задолженности по уровню обеспеченности, а также механизм оценки рыночной стоимости залога. Эти алгоритмы могут ощутимо отличаться в банках, порождая соответствующие индивидуальные особенности.

9. В рамках законодательства о секьюритизации (см. раздел 6) отдельно регламентируется механизм обеспечения по облигациям, эмитированным специальной финансовой организацией. Предусматривается, что к специальной финансовой организации вследствие уступки прав (требований) переходит право требования как основного денежного обязательства должника перед инициатором, например, основного долга по кредитному договору, так и по правам, обеспечивающим испол-

нение обязательства должника по уступленным правам (требованиям), в том числе праву залогодержателя по договору о залоге. В случае недостаточности денежных средств, входящих в состав выделенных активов, за счет которых осуществляется исполнение обязательств по облигациям, указанные обязательства исполняются за счет иных собственных средств, в том числе заемных средств (кредитов) СФО, а также за счет обеспечения исполнения обязательств по данному выпуску облигаций (если таковые облигации являются обеспеченными), предоставленного СФО в соответствии с решением о выпуске облигаций и проспектом эмиссии. В качестве дополнительного обеспечения исполнения обязательств по облигациям могут выступать любые общепринятые в законодательстве о рынке ценных бумаг способы обеспечения: залог, поручительство, банковская гарантия, страхование ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств эмитента облигаций, право требования по кредитам, выданным банками на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости.

10. При кредитовании в сфере жилой недвижимости, помимо правовых нюансов в сфере ипотеки (см. п. 5.1.4), имеют место также ограничения, связанные с социальными нормами законодательства. В соответствии с Законом «Об ипотеке», передача в ипотеку жилого дома или квартиры, в которых проживают несовершеннолетние, ограниченно дееспособные или недееспособные лица, допускается только для обеспечения выполнения обязательств по кредитным договорам, предусматривающим использование кредита для улучшения жилищных условий, и с письменного разрешения органов опеки и попечительства. Однако в законодательстве не определен критерий «использование кредита для улучшения жилищных условий», что на практике может допускать множественность толкований. Кроме того, нормы о за-

логе жилья содержатся также в Жилищном кодексе. Он предусматривает, что отчуждение, залог жилых помещений, принадлежащих на праве собственности гражданам, признанным недееспособными или ограниченными в дееспособности судом, а также несовершеннолетним, осуществляется только после получения письменного согласия органа опеки и попечительства. При этом последний вправе отказать в даче такого согласия, если залог жилых помещений «может причинить вред интересам либо имущественному положению собственников жилых помещений». Последнее может быть ассоциировано с тем, что на заложенное жилье может быть обращено взыскание в будущем. Это означает, что основание для отказа существует всегда. В этой связи банки предпочитают не обременять себя риском ипотеки жилья, собственником которого являются несовершеннолетние, недееспособные либо ограниченно дееспособные граждане.

11. На практике реализация обращения взыскания на предмет ипотеки может быть затруднительна, исходя из норм самого Закона «Об ипотеке». Одна из норм закона подразумевает, что в случае обращения взыскания на заложенное жилье право пользования этим имуществом лиц, имеющих такое право, прекращается с момента регистрации в органах по регистрации недвижимости, перехода права собственности на заложенное жилье. В то же время другая норма этого же закона постулирует, что лица, проживающие в заложенном жилье на условиях договора найма или поднайма, не подлежат выселению при реализации заложенного жилья. Заключенные с ними до заключения договора об ипотеке договоры найма или поднайма сохраняют силу. Кроме того, лица, проживающие в заложенном жилье, которым предоставлено право пожизненного пользования жильем по завещательному отказу, не подлежат выселению при реализации заложенного жилья.

5.2 Практика использования обеспечения по долгосрочным кредитам

1. Вид обеспечения при инвестиционном кредитовании фирм зависит от степени вовлечения государства в процесс кредитования. При активной роли государства – директивном кредитовании, прочих механизмах кредитования госпредприятий – распространенной формой обеспечения являются государственные гарантии. Возможность использования государственной гарантии является привлекательной для обеих сторон сделки. Банк в этом случае получает нормативно высококачественное обеспечение, что позволяет оказываться в благоприятном положении при классификации актива по степени риска для создания спецрезервов на покрытие возможных убытков и для расчета достаточности капитала. Кроме того, наличие госгарантий избавляет банк от потенциальных проблем с реализацией своих прав, присущих другим видам обеспечения. Наконец, такое обеспечение является для него надежным и де-факто при неисполнении обязательств должником правительство либо исполнит свои гарантии, либо задействует какой-либо из механизмов «постсубсидирования» (см. п. 2.3.6).

Рисунок 5.1 Динамика гарантий расширенного правительства по кредитам финсектора.



Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка и Министерства финансов.

Примечание: данные на 1 число квартала. Последние доступные данные – за 1 кв. 2022 г. (впоследствии Минфин не раскрывает соответствующие данные). Данные по гарантиям местных органов власти доступны с 01.07.2015.

2. Пиком использования гарантий как обеспечения был 2016 г., после этого доля кредитов, обеспеченных гарантиями расширенного правительства, постепенно снижается (см. рис. 5.1).

3. При рыночных условиях долгосрочного кредитования наиболее распространенными видами обеспечения являются ипотека и залог движимого имущества. Ипотека видится более приоритетной опцией для такого рода сделок. Однако приведенные выше юридические ограничения не дают возможности в полной мере реализовать потенциал этого вида обеспечения. Поэтому зачастую практически безальтернативным для банков при долгосрочном кредитовании оказывается залог движимого имущества (и/или же другие виды обеспечения, которые имеют еще большие недостатки). Например, сложной в имплементации является и процедура перевода правового титула на имущество. В отношении гарантийного депозита денег, страхования кредитных рисков имеет место неприемлемость (по финансовым соображениям) таких видов обеспечения при долгосрочных сделках для заемщиков и/или недостатка предложения подобных продуктов (страхование кредитных рисков) на рынке.

4. Репрезентативным для всей сферы примером пропорции использования различных видов обеспечения при долгосрочном кредитовании может служить Банк развития, в портфеле которого доминируют долгосрочные кредиты, в высокой степени связанные с практиками директивного кредитования (см. табл. 3.1).

5. При жилищном кредитовании физических лиц основным видом обеспечения является поручительство, тогда как ипотека, как правило, служит лишь дополнительным механизмом либо же не используется вовсе. Такое положение дел имеет место вследствие правовых ограничений и коллизий (см. пп. 5.1.4, 5.1.10-5.1.11).

Таблица 5.1 Структура видов обеспечения по кредитам Банка развития, %

Вид обеспечения	Доля на 01.07.21
Залог движимого имущества	35.7
Средства консолидированного бюджета (неустойка)*	28.1
Залог недвижимого имущества (ипотека)	16.3
Гарантии и поручительства	9.9
Залог имущественных прав	1.7
Залог товаров в обороте	0.6
Прочие виды обеспечения	4.5
Необеспеченные кредиты	3.0

Источник: доли рассчитаны на основании балансовой стоимости кредита, по которому учитывается соответствующее обеспечение.

Примечание: средства консолидированного бюджета (неустойка) используются в качестве обеспечения только при финансировании инфраструктурных проектов. Поскольку доля кредитов по таким проектам в портфеле Банка развития близка к 40%, то, соответственно, пропорционально велика доля данного вида обеспечения.

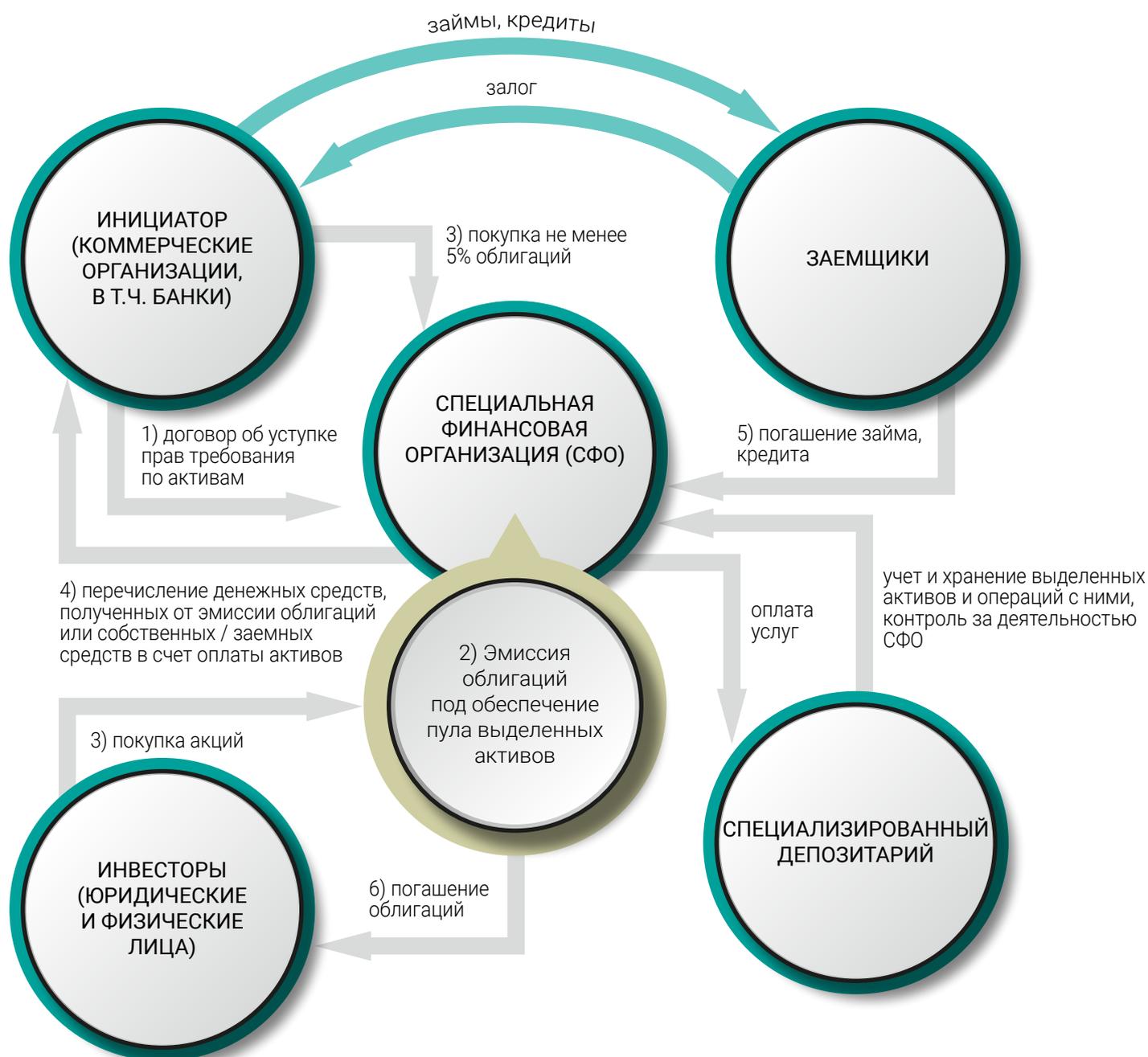
Источник: собственные расчеты на базе последней доступной отчетности по МСФО Банка развития (за 1-е полугодие 2021 года).

Практические и юридические возможности и препятствия для использования механизмов секьюритизации в Беларуси

1. Первые юридические предпосылки для начального развития механизмов секьюритизации в Беларуси появились в 2006 г. В тот период на основании указа (№ 537 от 28.08.2006) банкам было предоставлено право эмиссии облигаций, обеспеченных правом требования по кредитам, выданным банками на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости. Однако этот механизм практически не получил распространения в белорусском финансовом секторе. Основными причинами этого были: фактическая ограниченность залогодержателей в реализации своих прав в рамках кредитования недвижимости, ограниченность ипотеки как вида обеспечения в банковском кредитовании (см. пп. 5.1.4, 5.1.10-5.1.11), а также необходимость сохранения базовых активов на балансе банка. В результате вплоть до недавнего момента правовое поле для сделок секьюритизации оставалось незаполненным.

2. Полноценным образом в правовое поле механизм секьюритизации был внедрен в 2017 г. (указом от 11 мая 2017 г. № 154 «О финансировании коммерческих организаций под уступку прав (требований)»). Указом предусмотрена внебалансовая схема секьюритизации, которая может быть осуществлена двумя путями: с одновременным выпуском облигаций или с последующим.

Рисунок 6.1 Схема секьюритизации в соответствии с Указом №154.



Источник: собственная разработка

Графическое представление механизма секьюритизации в соответствии с данным НПА отражено на рис. 6.1.

3. Характеристика требований (в соответствии с Указом № 154) к основным участникам сделок секьюритизации и их функции представлены в табл. 6.1.

4. Механизм секьюритизации включает два взаимосвязанных этапа проведения: уступку прав (требований) и эмиссию облигаций. В рамках уступки прав (требований) между инициатором и должником заключается соответствующий договор. По этому договору инициатор передает СФО свое право требовать исполнения договора, по которому инициатор является кредитором должника. Инициатор обращается в СФО, чтобы получить финансирование под уступку права (требования) к должнику. СФО заключает с инициатором договор об уступке прав требования по обязательствам должника к инициатору. В результате уступки к СФО перейдут следующие права требования: основного долга по первоначальному договору; процентов и иных платежей, которые должник не

Таблица 6.1 Нормативные требования и функции участников сделок секьюритизации

Участник	Требования/функции
Специальная финансовая организация (СФО)	Осуществляет операцию секьюритизации. Создается в форме акционерного общества. Ее наименование должно включать термин «специальная финансовая организация» или аббревиатуру «СФО». Руководитель СФО, члены коллегиального исполнительного органа, а также некоторые работники должны будут иметь квалификационные аттестаты специалиста рынка ценных бумаг.
Инициатор	Коммерческая организация (в том числе банк), которая будет уступать свое право (требование) СФО в процессе секьюритизации. Его уставный фонд, предусмотренный учредительными документами, должен быть полностью сформирован. В одной операции секьюритизации сможет участвовать несколько инициаторов.

Участник	Требования/функции
Заемщик (должник)	<p>Аккредитованное юридическое лицо, имеющее право осуществлять учет и хранение активов, которые будут являться предметом секьюритизации (выделенные активы). Наименование спецдепозитария должно будет включать термин «специализированный депозитарий». Данное правило не относится к банкам и небанковским кредитно-финансовым организациям.</p> <p>Спецдепозитарий обязан разработать и утвердить локальный правовой акт в соответствии с требованиями законодательства, определяющий порядок и условия его деятельности. СФО будет сотрудничать со спецдепозитарием на основании договора на оказание услуг по учету и хранению выделенных активов. По общему правилу СФО будет вправе заключить такой договор только с одним спецдепозитарием.</p>
Инвесторы	Лица, приобретающие облигации СФО.

Источник: собственная разработка

уплатил инициатору на дату уступки права (требования); по правам, обеспечивающим исполнение обязательств должника по первоначальному договору. В рамках эмиссии облигаций СФО выпускает облигации и реализует их первым владельцам (инвесторам).

5. В рамках секьюритизации установлены дополнительные требования к содержанию проспекта эмиссии. Например, в нем должна указываться следующая информация: о правах (требованиях), под уступку которых СФО финансирует инициатора; наименование и местонахождение инициатора, спецдепозитария; сведения об аффилированных лицах инициатора и т. д. Неотъемлемой частью проспекта эмиссии является договор(–ы) уступки.

6. В результате эмиссии СФО получает денежные средства, вырученные от продажи облигаций. За счет этих средств СФО финансирует инициатора, если эмиссия будет проводиться одновременно с уступкой прав (требований). При последующей же эмиссии (проводится

после уступки прав (требований)) финансирование инициатора происходит за счет собственных и (или) заемных средств СФО.

7. Каждый из инициаторов одной операции секьюритизации обязан приобрести не менее 5% облигаций СФО. При этом он не вправе совершать сделки по отчуждению этих облигаций в течение всего срока их обращения. Таким образом, купив облигации, инициатор становится инвестором.

8. По общему правилу СФО исполняет обязательства по облигациям за счет выделенных активов. Если выделенных активов недостаточно, СФО может произвести выплаты инвесторам за счет собственных, заемных средств или за счет обеспечения исполнения обязательств по облигациям. К обязательствам по облигациям можно отнести: выплату дохода по облигациям, выплату номинальной стоимости облигаций и пр.

9. Права (требования), за счет которых осуществляется исполнение обязательств по облигациям, должны быть однородными по следующим критериям: иметь одинаковую валюту денежных обязательств; иметь одинаковый тип лица, являющегося должником (физические лица, в том числе индивидуальные предприниматели, юридические лица).

10. В зависимости от вида уступленных прав (требований) регламентируются лимиты объема одного выпуска облигаций СФО (см. табл. 4.2).

11. Несмотря на имеющуюся законодательную базу для секьюритизации, на практике сделки секьюритизации происходят в мизерном объеме. Причем фактические сделки в качестве объекта секьюритизации в значительной мере используют проблемные активы.

Таблица 4.2 Лимиты выпуска облигаций СФО в зависимости от пула базовых активов

Вид прав (требований)	Макс. объем выпуска облигаций	Условия для определения объема выпуска облигаций
По кредитам на жилье под залог недвижимости	90%	Не может превышать размер обеспечения по указанным кредитам
Обеспеченные поручительством	Размер поручительства	Не может превышать стоимость чистых активов (размер собственного капитала) поручителя, рассчитанную на первое число квартала, предшествовавшего дате принятия решения о выпуске облигаций
Обеспеченные залогом	80%	Не может превышать стоимость предмета залога, определенную на основании действующего заключения о независимой оценке
Обеспеченные банковской гарантией	Размер банковской гарантии	Не может превышать размер банковской гарантии
Иные права (требования)	70%	Не может превышать стоимость (размер) основной суммы долга и не уплаченных на дату уступки права (требования) процентов и иных платежей, связанных с основным денежным обязательством должника
Любые допустимые права (требования) (включая названные в настоящей таблице)	100%	Эмиссионными документами предусмотрено обеспечение исполнения обязательств по облигациям на разницу между основной суммой долга (и иными причитающимися платежами) и указанными лимитами. При этом залог, поручительство, банковская гарантия могут применяться как способы исполнения обязательств по облигациям.

Источник: собственная разработка.

К настоящему моменту в Беларуси действуют 2 специальные финансовые организации (ЗАО «СФО «Центр секьюритизации» и ЗАО «СФО Агентство по реструктуризации обязательств и секьюритизации активов»), а также 2 специализированных депозитария выделенных активов – Белагропромбанка и Беларусбанка. Исходя из имеющейся публичной информации, секьюритизация для указанных банков, а также для «СФО Агентство по реструктуризации обязательств и секьюритизации активов» рассматривается в первую очередь (или в значительной мере) как инструмент избавления от проблемных активов. Хотя секьюритизация может использоваться и для таких целей, но фокус именно на них в условиях Беларуси может в значительной мере дискредитировать этот инструмент. Исходя из публичной информации, среди указанных организаций в 2020 г. имел место единичный случай секьюритизации активов у Белагропромбанка¹. ЗАО «СФО «Центр секьюритизации», вероятно, нацелен на более классические и рыночные механизмы секьюритизации (вероятно, в коллаборации с Белгазпромбанком). Данная компания провела 3 сделки секьюритизации (в 2019-2020 гг.), объектом которых были пулы «хороших» активов. По состоянию на 01.01.2023 в обращении находились облигации, эмитированные в рамках секьюритизации данной компанией, на сумму USD12.0 млн и BYN 32.8 млн.

12. Помимо того, что данный механизм является новшеством для Беларуси и потенциальным участникам необходимо время для его «усвоения», фактическую реализацию механизма секьюритизации сдерживает целый ряд факторов, связанных с особенностью правового поля и спецификой финансового сектора Беларуси. **К сдерживающим факторам развития механизма секьюритизации можно отнести следующие:**

¹ Более подробно параметры этой сделки публично не раскрываются.

- a.** *Чрезмерно жесткие нормативные ограничения в отношении аффилированности участников.* В соответствии с принятым законодательством участники одной сделки секьюритизации (инициатор, СФО и спецдепозитарий, а также их аффилированные лица) не могут владеть акциями друг друга (или их аффилированных лиц), а также входить в общий холдинг. Например, банк не может создать СФО и передать ей выданные кредиты. Поэтому поиск независимых учредителей для создания ими СФО и спецдепозитария крайне затруднителен и связан с риском недостижения договоренностей с возможными кандидатами. А в случае, если такие лица будут конкурентами на рынке инициатора, – с нежеланием раскрывать им информацию о конечных должниках и совершенных сделках. Вариантом решения проблемы является создание СФО и спецдепозитария с участием государства либо наделение таким статусом существующих государственных учреждений. Также возможно внесение в законодательство изменений в части снижения требований к взаимной аффилированности и независимости участников сделки секьюритизации: допустить участие в сделке лиц, доля взаимного участия которых в уставном фонде друг друга не превышает 50% или входящих в общий холдинг.
- b.** *Невозможность изменения состава выделенных активов за счет приобретения дополнительных прав требования у инициатора после совершения сделки секьюритизации.* Замена состава прав (требований), входящих в выделенные активы, позволит СФО организовать эмиссию более долгосрочных облигаций в случае проведения сделки неипотечной секьюритизации и повысить их надежность за счет исключения «токсичных» активов из состава обеспечения.

- с.** *Нормативные ограничения для банков по участию в сделках секьюритизации.* В соответствии с действующим банковским регулированием, покупка облигаций, эмитируемых СФО, или кредитование СФО является для банков высокорисковой операцией, что требует классификации таких активов в более высокой группе риска и формирования повышенных резервов.